

VYSOKÁ ŠKOLA BÁŇSKÁ – TECHNICKÁ UNIVERZITA OSTRAVA
EKONOMICKÁ FAKULTA

KATEDRA FINANČÍ

Ocenění podniku v odvětví energetického průmyslu

Valuation of the company in the energy industry sector

Student: Bc. Darina Strakošová

Vedoucí diplomové práce: Ing. Miroslav Čulík, Ph.D.

Ostrava 2010

VŠB - Technická univerzita Ostrava
Ekonomická fakulta
Katedra financí

Zadání diplomové práce

Student: **Bc. Darina Strakošová**
Studijní program: **N6202 Hospodářská politika a správa**
Studijní obor: **6202T010 Finance**
Specializace: **00 Finance**
Téma: **Ocenění podniku v odvětví energetického průmyslu**
Valuation of the company in the energy industry sector

Zásady pro vypracování:

1. Úvod
2. Metody a přístupy k oceňování podniku
3. Finanční a strategická analýza oceňovaného podniku
4. Aplikace vybraných metod pro ocenění a zhodnocení výsledků
5. Závěr

Seznam použité literatury

Seznam zkratk

Prohlášení o využití výsledků diplomové práce

Přílohy

Seznam doporučené odborné literatury:

DLUHOŠOVÁ, D. *Finanční řízení a rozhodování podniku*. 1. vyd. Praha: Ekopress, s. r. o., 2006. 194 s. ISBN 80-86119-58-0.

KISLINGEROVÁ, E. *Oceňování podniku*. 2. vyd. Praha: C. H. Beck, 2002. 384 s. ISBN 80-7179-529-1.

MAŘÍK, M. a kol. *Metody oceňování podniku*. 2. vyd. Praha: Ekopress, s. r. o., 2007. 492 s. ISBN 978-80-86929-32-3.

Formální náležitosti a rozsah diplomové práce stanoví pokyny pro vypracování zveřejněné na webových stránkách fakulty.

Vedoucí diplomové práce: **Ing. Miroslav Čulík, Ph.D.**

Datum zadání: 20.11.2009

Datum odevzdání: 30.04.2010



Ing. Iveta Ratmanová, Ph.D.
vedoucí katedry



prof. Dr. Ing. Dana Dluhošová
děkanka fakulty

„Místopřísežně prohlašuji, že jsem celou práci včetně všech příloh vypracovala samostatně.“

Dne 30. dubna 2010 v Ostravě

.....

Podpis studenta

OBSAH

1	Úvod.....	8
2	Metody a přístupy k oceňování podniku.....	9
2.1	Obecné základy pro ocenění podniku	9
2.1.1	Podnik.....	9
2.1.2	Hodnota podniku a její kategorie	9
2.1.2.1	Tržní hodnota	10
2.1.2.2	Subjektivní hodnota.....	10
2.1.2.3	Objektivizovaná hodnota.....	10
2.1.2.4	Komplexní přístup na základě Kolínské školy.....	11
2.1.3	Postup ocenění podniku	11
2.2	Strategická analýza.....	12
2.2.1	Analýza makroprostředí	12
2.2.2	Analýza mikroprostředí.....	12
2.2.3	Swot analýza	13
2.3	Finanční analýza.....	14
2.3.1	Analýza absolutních ukazatelů.....	14
2.3.1.1	Horizontální analýza	14
2.3.1.2	Vertikální analýza	14
2.3.2	Analýza poměrových ukazatelů	15
2.3.2.1	Ukazatele finanční stability a zadluženosti	15
2.3.2.2	Ukazatele rentability	16
2.3.2.3	Ukazatele likvidity	17
2.3.2.4	Ukazatele aktivity.....	18
2.3.3	Souhrnné modely hodnocení finanční úrovně.....	19
2.3.3.1	Bankrotní modely	20
2.3.3.2	Ratingové modely	21
2.3.4	Finanční plán	22
2.4	Metody oceňování podniku.....	23
2.4.1	Majetkové metody.....	23
2.4.1.1	Účetní hodnota	23
2.4.1.2	Substanční hodnota	24

2.4.1.3	Likvidační hodnota.....	24
2.4.2	Výnosové metody.....	24
2.4.2.1	Metody diskontovaných peněžních toků.....	24
2.4.2.2	Metoda kapitalizovaných zisků.....	28
2.4.2.3	Metoda EVA	30
2.4.3	Kombinované metody	30
2.4.4	Komparativní metody.....	30
2.5	Náklady kapitálu	31
2.5.1	Náklady na cizí kapitál.....	31
2.5.2	Náklady na vlastní kapitál	31
2.5.2.1	Stavebnicová metoda.....	32
2.5.2.2	Model oceňování kapitálových aktiv CAPM.....	34
3	Finanční a strategická analýza oceňovaného podniku.....	36
3.1	Představení společnosti	36
3.2	Strategická analýza.....	38
3.2.1	Analýza makroprostředí	38
3.2.1.1	Hrubý domácí produkt	38
3.2.1.2	Inflace.....	39
3.2.1.3	Nezaměstnanost.....	40
3.2.1.4	Měnová politika.....	41
3.2.1.5	Fiskální politika.....	42
3.2.2	Analýza mikroprostředí.....	43
3.2.2.1	Historie plynárenství	44
3.2.2.2	Charakteristika odvětví plynárenství v ČR	44
3.2.2.3	Současná situace na českém plynárenském trhu	45
3.2.3	Swot analýza	47
3.2.3.1	Silné stránky	47
3.2.3.2	Slabé stránky	47
3.2.3.3	Příležitosti.....	47
3.2.3.4	Ohrožení.....	48
3.3	Finanční analýza.....	48
3.3.1	Analýza absolutních ukazatelů.....	48
3.3.1.1	Analýza rozvahy.....	48
3.3.1.2	Analýza výkazu zisku a ztráty.....	50

3.3.2	Analýza poměrových ukazatelů	51
3.3.2.1	Ukazatele finanční stability a zadluženosti	51
3.3.2.2	Ukazatele rentability	53
3.3.2.3	Ukazatele likvidity	54
3.3.2.4	Ukazatele aktivity	55
3.3.3	Souhrnné modely hodnocení finanční úrovně.....	56
3.3.3.1	Bankrotní modely	56
3.3.3.2	Ratingové modely	58
3.4	Návrh dlouhodobého finančního plánu	59
3.4.1	Plán rozvahy	60
3.4.2	Plán výkazu zisku a ztráty	64
4	Aplikace vybraných metod pro ocenění a zhodnocení výsledků.....	67
4.1	Stanovení nákladů na kapitál.....	67
4.1.1	Výpočet nákladů vlastního kapitálu stavebnicovou metodou dle MPO	67
4.1.2	Výpočet nákladů vlastního kapitálu modelem CAPM.....	70
4.2	Stanovení hodnoty vlastního kapitálu společnosti	70
4.2.1	Výpočet hodnoty vlastního kapitálu společnosti aplikací metody DCF-Equity	71
4.2.2	Stanovení hodnoty vlastního kapitálu společnosti metodou kapitalizovaných zisků (paušální verze).....	72
4.2.3	Stanovení vlastního kapitálu společnosti metodou kapitalizovaných zisků (analytická verze)	74
4.2.4	Zhodnocení výsledků	75
5	Závěr.....	77
	Seznam použité literatury.....	78
	Seznam zkratk	80
	Prohlášení o využití výsledků diplomové práce.....	83
	Seznam příloh	84

1 Úvod

Plynárenství funguje v České republice nepřetržitě již 163 let. Během této doby prošlo řadou technických, organizačních i systémových změn, které se podílely na spoluvytváření jeho dnešní moderní podoby. Sjednocování Evropy a rozšiřování Evropské unie o nové členské státy znamená i pro plynárenství nové impulzy a výzvy. Společná evropská energetická legislativa, především pak program liberalizace trhu se zemním plynem, přináší pro plynárenství nutnost zcela podstatným způsobem upravit podobu svého podnikání. Ambiciózním, avšak naprosto reálným cílem je vytvoření jednotné evropské přepravní soustavy a společného trhu se zemním plynem. Úloha České republiky v tomto projektu je velmi významná, neboť je dána existencí tranzitního plynovodu představujícího jednu z nejdůležitějších součástí evropské plynárenské soustavy.

Cílem diplomové práce bude stanovení hodnoty vlastního kapitálu společnosti Severomoravská plynárenská, a. s. k datu 1. 1. 2009, která je součástí silného energetického koncernu RWE. Ocenění vlastního kapitálu společnosti bude provedeno na základě vybraných výnosových metod, konkrétně bude použita metoda diskontovaných peněžních toků DCF-Equity a metoda kapitalizovaných zisků v paušální a analytické verzi.

Práce je rozdělena do tří částí. První část diplomové práce je zaměřena na definici základních pojmů týkajících se oblasti oceňování. Dále jsou zde popsány kroky ocenění společnosti, které je nutné učinit před samotným oceněním. V této části jsou také objasněny uplatňované metody oceňování a způsob určení nákladů vlastního kapitálu společnosti.

Ve druhé části je představena společnost Severomoravská plynárenská, a. s., která je předmětem ocenění. V rámci této kapitoly je provedena strategická a finanční analýza, na něž navazuje sestavení dlouhodobého finančního plánu na období 2009 až 2013, jenž je východiskem pro aplikaci vybraných metod.

V rámci třetí části je stanovena hodnota vlastního kapitálu společnosti pomocí vybraných výnosových metod. Tomuto kroku však předchází vymezení finančních toků a nákladů vlastního kapitálu. Na závěr je provedeno zhodnocení výsledků.

2 Metody a přístupy k oceňování podniku

Tato kapitola je zaměřena na definování pojmu podnik, hodnota podniku a její kategorie. Je zde nastíněn základní postup, jakým by se mělo oceňování provádět a dále jsou zde popsány jednotlivé metody oceňování. Závěr této kapitoly je věnován způsobu určení nákladů na vlastní kapitál.

2.1 Obecné základy pro ocenění podniku

Problematika stanovení hodnoty podniku je oblastí finančního řízení firmy, které je třeba věnovat neustálou pozornost. Důvodem je fakt, že důsledky nevhodných postupů mohou vést k neracionálnímu ocenění a nesprávné alokaci kapitálu. Stanovení hodnoty podniku patří k důležitým nástrojům manažerů, neboť hodnota společnosti je významným kritériem při řízení podniku.

2.1.1 Podnik

Podnik je chápán jako hospodářský celek, jenž má své ekonomické, sociální, technické a dalšími aspekty. Pojem podnik je však v literatuře vymezován různě. Podnikem se rozumí: „soubor hmotných, jakož i osobních a nehmotných složek podnikání. K podniku náleží věci, práva a jiné majetkové hodnoty, které patří podnikateli a slouží k provozování podniku nebo vzhledem ke své povaze mají tomuto účelu sloužit. Podnik je věc hromadná...“¹

2.1.2 Hodnota podniku a její kategorie

Pojem hodnota je často zaměňován s pojmem cena, proto je nutné nejprve si tyto dva pojmy od sebe odlišit. Cenou je míněna konkrétní částka, která je za podnik zaplacená na daném místě a v daném čase. Naproti tomu hodnotou je myšlena částka bez ohledu na konkrétní okolnosti nákupu a prodeje, což svědčí o tom, že hodnota je tedy částka, kolem níž by se cena měla pohybovat.

¹Mařík, M. Metody oceňování podniku. 2007. str. 15

V dnešní době existuje několik kategorií hodnoty, mezi něž patří tržní hodnota, subjektivní hodnota a objektivizovaná hodnota.

2.1.2.1 Tržní hodnota

Definicí pojmu tržní hodnota podniku se zabývá mezinárodní organizace pro oceňování, jenž vypracovává mezinárodní oceňovací standardy. Podle těchto standardů je tržní hodnota vymezena jako odhadnutá částka, za níž by měl být majetek směněn k datu ocenění mezi koupěchtivým kupujícím a prodejchtivým prodávajícím při transakci mezi nezávislými a samostatnými partnery po náležitém marketingu, v němž obě strany jednaly rozumně, informovaně a bez nátlaku.

2.1.2.2 Subjektivní hodnota

Rozhodujícím činitelem při stanovení subjektivní hodnoty je individuální názor účastníků transakce. Subjektivní hodnota je hodnota majetku pro konkrétního investora nebo investory se stanovenými investičními cíli. Tento subjektivní pojem spojuje specifický majetek se specifickým investorem, skupinou investorů nebo jednotou s určitými investičními cíli nebo kritérii. Investiční hodnota majetkového aktiva může být rozdílná než tržní hodnota tohoto aktiva. Důraz je kladen na to, aby nedocházelo k záměně pojmů investiční hodnota a tržní hodnota investičního majetku.

2.1.2.3 Objektivizovaná hodnota

Řada odborníků se shoduje na tom, že objektivní hodnota neexistuje, a to proto, neboť každé ocenění závisí na podkladech, jenž jsou znalcem získávány z podniku a jsou rozdílné. To je důvodem, proč odhadci začali pracovat s pojmem „objektivizovaná hodnota“. Při výpočtu této hodnoty by se mělo vycházet ze všeobecně uznávaných dat a měly by být dodrženy takové zásady a požadavky, aby ocenění podniku bylo reprodukovatelné. Užití objektivizované hodnoty je vždy spojeno s účelem, pro něhož je podnik oceňován.

2.1.2.4 Komplexní přístup na základě Kolínské školy

Základem Kolínské školy je subjektivní postoj. Východiskem pro ocenění podniku z důvodu nákupu nebo prodeje, je subjektivní hodnota konkrétního prodávajícího a na druhé straně subjektivní hodnota konkrétního kupujícího. Kolínská škola prosazuje, že ocenění nemá být provedeno na základě jednotlivých podnětů, ale na základě funkcí. Těmito funkcemi je funkce poradenská, rozhodčí, argumentační, komunikační a daňová. Za nejpodstatnější funkci je považována poradenská, jejímž úkolem je poskytnout podklady kupujícímu o maximální ceně, kterou může ještě zaplatit, aniž by na transakci prodělal, a o minimální ceně, kterou ještě může prodávající přijmout, aniž by na prodeji prodělal.

2.1.3 Postup ocenění podniku

Stanovení hodnoty podniku je velmi obtížný úkol pro zpracovatele, neboť v jeho rámci řeší celou řadu problémů. Jednou z hlavních úloh je uvedení důvodu, pro který je ocenění prováděno. Výběr metod ocenění je pak podřízen funkcím, které by ocenění mělo plnit. Obecný postup ocenění se skládá z následujících částí:

I. Sběr vstupních dat

Výsledné stanovení hodnoty podniku je závislé na druhu použitých vstupních dat. Pro kvalitní ocenění je nezbytné mít základní informace o podniku zahrnující data, jenž identifikují jeho právní formu, předmět podnikání, rozdělení majetkových účastí a data týkající se řídicí struktury podniku. Neméně důležité jsou informace týkající se prostředí, ve kterém podnik funguje. V rámci této oblasti je nutné určit velikost trhu, na němž daný podnik působí. Důležité je také stanovit jeho přímé konkurenty, vypátrat zda na trhu existují substituty výrobků a přítomnost bariér vstupu do odvětví.

II. Analýza dat

V rámci této oblasti je zahrnuta strategická a finanční analýza. Strategická analýza hraje důležitou roli při ocenění podniku. Úkolem strategické analýzy je odhalit perspektivy podniku do budoucna a odhadnou očekávaný vývoj trhu, konkurenci a možná rizika. Účelem finanční analýzy je pak podat informace o finanční situaci podniku k datu ocenění, jaký byl její předchozí vývoj a co lze očekávat do budoucna.

III. Sestavení finančního plánu

Finanční plán patří k důležitým nástrojům v oblasti řízení podniku. S jeho pomocí manažeři kombinují aktivity a zdroje. Je sestavován pro různě dlouhá období.

IV. Ocenění

- a) výběr metody,
- b) stanovení hodnoty dle vybraných metod,
- c) souhrnné ocenění.

2.2 Strategická analýza

Strategická analýza obsahuje různorodé analytické techniky, jenž se využívají i pro popis vztahů mezi okolím podniku a zdrojovými možnostmi podniku. Okolí podniku v sobě zahrnuje makrookolí, odvětví, konkurenční síly, trh a konkurenty. Tato analýza je základem pro volbu a formulaci cílů, poslání a strategie podniku, které směřují k jejich naplnění.

2.2.1 Analýza makroprostředí

Vývoj makroprostředí má podstatný vliv na výkonnost podniku. Důvodem je fakt, že celková výkonnost ekonomiky země, v níž podnikatelská činnost probíhá, v konečném důsledku působí také na činnost jednotlivých podniků. Makroprostředí je tvořeno ekonomickým, politickým, technologickým a sociálním prostředím. V rámci této analýzy je pro účely ocenění důležité sledovat především vývoj ekonomického prostředí, jenž je identifikováno pomocí základních ekonomických ukazatelů. Těmito ukazateli je vývoj tempa růstu hrubého domácího produktu, vývoj inflace, vývoj peněžní nabídky, vývoj úrokových sazeb a vývoj devizového kurzu.

2.2.2 Analýza mikroprostředí

Analýza mikroprostředí obsahuje analýzu odvětví, v rámci níž je nutná identifikace základních znaků odvětví a prognóza jeho vývoje. Za identifikační znaky odvětví lze pokládat míru regulace ze strany státu, strukturu odvětví a citlivost na změny hospodářského cyklu.

Za míru regulace ze strany státu jsou považovány bariéry vstupu do odvětví formou udělování licencí státem, regulované ceny atd.

V rámci struktury odvětví je pozorován vstup nových konkurentů na trh, dohadovací schopnosti kupujících a soupeření mezi existujícími konkurenty.

Dle citlivosti na hospodářský cyklus je odvětví členěno na cyklické odvětví kopírující hospodářský cyklus, odvětví neutrální, které není zásadně ovlivněno hospodářskými cykly a anticyklické odvětví, které má opačný průběh než odvětví cyklické a v období recese dosahuje nejlepších výsledků.

2.2.3 Swot analýza

Tato analýza se využívá při diagnóze současné pozice podniku v daném odvětví. Její nejvhodnější uplatnění spočívá při systematickém zmapování struktury a závažnosti problémů, jenž jsou základem pro formulaci optimální strategie vycházející z analýzy současné situace. Její podstatou je tedy identifikace faktorů a skutečností, jenž pro podnik představují silné a slabé stránky, příležitosti a hrozby.

Silné stránky představují pozitivní vnitřní podmínky umožňující podniku získat převahu nad konkurencí. Předností podniku je jasná kompetence, zdroj nebo schopnost umožňující získat konkurenční výhodu.

Slabé stránky jsou negativní vnitřní podmínky, jenž mohou směřovat k nižší výkonnosti podniku. Za nedostatek je možné považovat absenci nezbytných zdrojů a schopností a také chyby v rozvoji nezbytných zdrojů.

Příležitosti prezentují současné a budoucí podmínky v prostředí, jenž jsou příznivé pro současnou nebo potencionální produkci podniku. Jedná se např. o změny v zákonech, rostoucí počet obyvatel nebo uvedení nových technologií.

Hrozby jsou současné nebo budoucí podmínky v prostředí, jenž nemají pozitivní vliv na současnou nebo budoucí produkci podniku. Za nepříznivé podmínky lze považovat vstup silného konkurenta na trh, pokles počtu zákazníků, legislativní změny atd.

2.3 Finanční analýza

Finanční analýza je oblastí představující podstatnou součást komplexního řízení firmy. Jedná se o systematickou analýzu získaných údajů, jenž jsou obsaženy v účetních výkazech. Jejím hlavním smyslem je posoudit úroveň finančního zdraví podniku, tzn. podat informaci v jakém stavu se podnik nachází k okamžiku ocenění a co lze očekávat do budoucnosti. Finanční úroveň společnosti se stává výchozím bodem pro zhodnocení stávajícího stavu hospodaření podniku a především pro identifikaci potencionálních rizik plynoucích z jeho fungování v budoucnosti.

Primárním zdrojem informací pro finanční analýzu jsou základní účetní výkazy, jimiž jsou rozvaha, výkaz zisku a ztráty a výkaz cash-flow.

Finanční analýza využívá celou škálu metod. Obvykle jsou však používány dvě rozborové techniky, a to tzv. analýza absolutních ukazatelů a analýza poměrových ukazatelů.

2.3.1 Analýza absolutních ukazatelů

Absolutní ukazatele představují základní východisko rozboru. Jedná se o velmi důležitou součást práce, kde jde o analýzu horizontální a vertikální struktury účetních výkazů.

2.3.1.1 Horizontální analýza

Horizontální analýza porovnává změny ukazatelů v časové řadě. V rámci této analýzy jsou brány v úvahu jak změny absolutní hodnoty, tak i procentní změny jednotlivých položek výkazů horizontálně. U delších časových řad se počítají absolutní rozdíly i jejich procentní vyjádření mezi každými dvěma sousedními roky, přičemž předchozí rok se bere jako výchozí.

2.3.1.2 Vertikální analýza

Při vertikální analýze posuzujeme jednotlivé komponenty majetku a kapitálu, tzv. struktury aktiv a pasiv společnosti, a také jednotlivé položky výkazu zisku a ztráty. Jednotlivé položky účetních výkazů se vyjadřují jako procentní podíly k jedné z těchto položek.

Výhodou vertikální analýzy je fakt, že nezávisí na meziroční inflaci, a umožňuje tedy srovnatelnost výsledků analýzy z různých let i srovnání vývojových trendů za více let.

2.3.2 Analýza poměrových ukazatelů

Výpočet poměrových ukazatelů je dalším postupným krokem, který následuje po provedení analýzy absolutních ukazatelů. Tyto ukazatele jsou formou číselného vztahu, do něhož jsou uváděny finančně-účetní informace. Základními oblastmi poměrové analýzy jsou ukazatele finanční stability a zadluženosti, ukazatele rentability, ukazatele likvidity a ukazatele aktivity.

2.3.2.1 Ukazatele finanční stability a zadluženosti

Finanční stabilita podniku je popisována strukturou zdrojů financování. Východiskem pro hodnocení finanční stability je analýza vztahu podnikových aktiv a zdrojů jejich krytí. Pojem zadluženost vystihuje fakt, že podnik používá k financování svých aktiv cizí zdroje.

$$\text{Podíl vlastního kapitálu na aktivech} = \frac{VK}{A} \cdot 100 \text{ (\%)} \quad (2.1)$$

Ukazatel podílu vlastního kapitálu na aktivech udává, v jakém rozsahu je podnik schopen financovat svůj majetek vlastními zdroji a jak vysoká je jeho finanční nezávislost. Tento ukazatel vystihuje rozměr, v němž jsou aktiva společnosti financována penězi akcionářů.

$$\text{Stupeň krytí stálých aktiv} = \frac{\text{dlouhodobý kapitál}}{SA} \cdot 100 \text{ (\%)} \quad (2.2)$$

V rámci tohoto ukazatele je poměřován dlouhodobý vlastní a cizí kapitál se stálými aktivy. Vyšší hodnoty tohoto ukazatele signalizují finanční stabilitu podniku, jelikož stálá aktiva by měla být financována dlouhodobými zdroji. Jestliže hodnota ukazatele přesahuje 100 %, jsou veškerá aktiva kryta dlouhodobým kapitálem.

$$\text{Majetkový koeficient} = \frac{A}{VK} \quad (2.3)$$

Tento ukazatel bývá také označován jako finanční páka. Jedná se o klíčový ukazatel, který zásadním způsobem ovlivňuje rentabilitu vlastního kapitálu. Hodnota tohoto ukazatele by se v průběhu období měla vyvíjet stabilně a prudce neklesat. Důležitým cílem finančního řízení je dosažení optimálního poměru mezi vlastními a cizími zdroji.

$$\text{Celková zadluženost} = \frac{CZ}{A} \cdot 100 \text{ (\%)} \quad (2.4)$$

Ukazatel celkové zadluženosti je možné pojmenovat jako ukazatel věřitelského rizika. U tohoto ukazatele platí, že čím vyšší je jeho hodnota, tím vyšší je zadluženost podniku a tím vyšší je riziko věřitelů a akcionářů. Jeho výši je ovšem třeba vždy hodnotit společně s celkovou výnosností, kterou podnik dosahuje z celkového vloženého kapitálu.

$$\text{Zadluženost vlastního kapitálu} = \frac{CZ}{VK} \cdot 100 \text{ (\%)} \quad (2.5)$$

Ukazatel zadluženosti vlastního kapitálu hodnotí výši dluhu připadající na jednu korunu vlastního kapitálu podniku. Hodnota ukazatele by se u stabilních společností měla pohybovat v pásmu 80 % až 120 %.

2.3.2.2 Ukazatele rentability

Rentabilita hodnotí schopnost podniku vytvářet nové zdroje a dosahovat zisku použitím investovaného kapitálu. Je formou vyjádření míry ziskovosti, která v tržní ekonomice slouží jako hlavní kritérium pro alokaci kapitálu.

$$\text{Rentabilita aktiv} = \frac{EBIT}{A} \cdot 100 \text{ (\%)} \quad (2.6)$$

Tento ukazatel je měřítkem produkční síly podniku. Jeho podstatou je hodnocení základní efektivnosti využití všech aktiv podniku, bez ohledu na to, z jakých zdrojů jsou

financovány. Hodnota ukazatele rentability aktiv by měla převyšovat velikost bankovních úroků v daném ekonomickém prostředí.

$$\text{Rentabilita vlastního kapitálu} = \frac{\text{EAT}}{\text{VK}} \cdot 100 \text{ (\%)} \quad (2.7)$$

Rentabilita vlastního kapitálu je jeden z klíčových ukazatelů, na který je soustředěna pozornost akcionářů, společníků a dalších investorů. Úroveň tohoto ukazatele je nutně závislá na rentabilitě celkového kapitálu a úrokové míře cizího kapitálu.

$$\text{Rentabilita dlouhodobých zdrojů} = \frac{\text{EBIT}}{\text{VK} + \text{dlouhodobé dluhy}} \cdot 100 \text{ (\%)} \quad (2.8)$$

Tento ukazatel vyjadřuje míru zhodnocení všech aktiv podniku, jenž jsou financovány vlastním a cizím kapitálem. Měřením tohoto ukazatele je možné vyjádřit výnosnost kapitálu vloženého akcionáři či vlastníky podniku.

$$\text{Rentabilita tržeb} = \frac{\text{EAT}}{\text{tržby}} \cdot 100 \text{ (\%)} \quad (2.9)$$

Rentabilita tržeb patří k běžně sledovaným ukazatelům finanční analýzy. Jedná se o ukazatel, který je vhodný pro srovnání v čase a mezipodnikové srovnání. Pomocí tohoto ukazatele je vyjádřeno množství zisku v Kč připadajícího na 1 Kč tržeb.

2.3.2.3 Ukazatele likvidity

Likvidita je nezbytným předpokladem pro dlouhodobou existenci společnosti, její výše a řízení je otázkou strategie společnosti. Likvidita udává schopnost podniku hradit své závazky a získat dostatek finančních prostředků na uskutečnění potřebných plateb.

$$\text{Celková likvidita} = \frac{\text{OA}}{\text{KZ}} \quad (2.10)$$

Celková likvidita poukazuje, kolikrát jsou pokryta oběžná aktiva krátkodobými závazky podniku. Tento ukazatel vypovídá o tom, jak by byla společnost schopná vyhovět svým věřitelům, kdyby proměnila veškerá oběžná aktiva v daný moment na hotovost. Hodnota celkové likvidity by se měla pohybovat v rozmezí od 1,5 do 2,5.

$$\text{Pohotov\'a likvidita} = \frac{\text{OA} - \text{zásoby}}{\text{KZ}} \quad (2.11)$$

Ukazatel pohotov\'e likvidity eliminuje nedostatky p\'edch\'azejícího ukazatele. Na rozdíl od ukazatele celkové likvidity jsou poměřována oběžná aktiva bez nejméně likvidní složky, jimiž jsou zásoby, ke krátkodobým závazkům. Za průměrnou výši pohotov\'e likvidity se považuje hodnota v rozmezí od 1,0 do 1,5.

$$\text{Okamžitá likvidita} = \frac{\text{PP} + \text{ekvivalenty}}{\text{KZ}} \quad (2.12)$$

Ukazatel okamžité likvidity vyjadřuje schopnost společnosti splatit své právě splatné závazky. Do čitatele dosazujeme peněžní prostředky v hotovosti a na běžných účtech a jejich ekvivalenty jako např. volně obchodovatelné CP, šeky a splatné pohledávky. Hodnota tohoto ukazatele by měla být vyšší než 0,2.

2.3.2.4 Ukazatele aktivity

Ukazatele aktivity jsou používány obzvláště pro řízení aktiv. Představují kombinované ukazatele, kde jsou do vzájemným vztahů uváděny jednotlivé složky účetních výkazů, jimiž je rozvaha a výkaz zisku a ztráty.

$$\text{Doba obratu aktiv} = \frac{A \cdot 360}{\text{tržby}} \quad (2.13)$$

Doba obratu aktiv vypovídá o tom, za jakou dlouhou dobu dojde k obratu celkového majetku ve vztahu k tržbám. U tohoto ukazatele je žádoucí, aby doba obratu byla co nejkratší.

$$\text{Doba obratu zásob} = \frac{\text{zásoby} \cdot 360}{\text{tržby}} \quad (2.14)$$

Ukazatel doby obratu zásob popisuje úroveň běžného provozního řízení. Pomocí tohoto ukazatele je vyjádřen průměrný počet dnů, po něž jsou zásoby vázány v podniku do doby jejich spotřeby.

$$\text{Doba obratu pohledávek} = \frac{\text{pohledávky} \cdot 360}{\text{tržby}} \quad (2.15)$$

Ukazatel doby obratu pohledávek vypovídá o strategii řízení pohledávek a udává počet uplynutých dnů, během kterých je inkaso peněz za tržby zadrženo v pohledávkách.

$$\text{Doba obratu závazků} = \frac{\text{závazky} \cdot 360}{\text{tržby}} \quad (2.16)$$

Tento ukazatel charakterizuje platební disciplínu podniku vůči dodavatelům, tzn. počet dní, které uběhnou, než podnik uhradí faktury svým dodavatelům. Pro zajištění likvidity společnosti je žádoucí, aby doba obratu pohledávek byla menší než doba obratu závazků.

2.3.3 Souhrnné modely hodnocení finanční úrovně

K vyhodnocení finanční situace společnosti jsou využívány mimo jednotlivých skupin poměrových ukazatelů také tzv. souhrnné modely hodnocení finanční úrovně. Pomocí těchto modelů, jenž představují specifické metody ve finančních analýzách, lze vystihnout finanční situaci a výkonnost podniku jedním číslem. Výchozím předpokladem pro tvorbu těchto modelů je skutečnost, že ve společnosti již několik let před úpadkem dochází k určitým vyjímečným situacím a vývoji, jenž jsou typické pro ohrožené podniky. Vypovídací schopnost těchto modelů je však nižší a jsou vhodné pouze pro rychlé a globální srovnání řady podniků.

2.3.3.1 Bankrotní modely

Úkolem bankrotních modelů je informovat uživatele o tom, zda je v blízkém období společnost ohrožena bankrotem. Výchozí bodem je skutečnost, že každý podnik, jemuž hrozí krach, již určitý čas vykazuje příznaky charakteristické pro bankrot.

Taflerův model

Tento model byl poprvé uveřejněn v roce 1977. Taflerův model je založen na indikátorech odrážejících zásadní vlastnosti platební neschopnosti.

$$Z_T = 0,53 \cdot X_1 + 0,13 \cdot X_2 + 0,18 \cdot X_3 + 0,16 \cdot X_4 \quad (2.17)$$

kde X_1 je EBT/KZ, X_2 je stanoven jako OA/závazky celkem, X_3 vyjadřuje KZ/A, X_4 je představován jako finanční majetek/(provozní náklady – odpisy).

Je-li hodnota získaná na základě tohoto modelu menší než nula, znamená to pro podnik velkou pravděpodobnost bankrotu. Naopak pokud je hodnota větší jak nula podnik se potýká s malou pravděpodobností úpadku.

Index důvěryhodnosti IN

Snahou tohoto modelu je vyhodnotit finanční postavení českých podniků v českém prostředí. Model IN je charakterizován rovnicí, ve které jsou včleněny poměrové ukazatele zadluženosti, rentability, likvidity a aktivity. Každému z těchto indikátorů je přidělena váha představující vážený průměr hodnot tohoto indikátoru v daném oboru.

$$IN = V_1 \cdot \frac{A}{CZ} + V_2 \cdot \frac{EBIT}{Ú} + V_3 \cdot \frac{EBIT}{A} + V_4 \cdot \frac{\text{tržby}}{A} + V_5 \cdot \frac{OA}{KZ + KBU} + V_6 \cdot \frac{ZPL}{\text{tržby}}, \quad (2.18)$$

kde V_1 až V_6 představují váhy jednotlivých ukazatelů, CZ představují cizí zdroje, A jsou aktiva, EBIT je prezentován jako hospodářský výsledek před daněmi a úroky, Ú jsou nákladové úroky, OA představují oběžná aktiva, KZ jsou krátkodobé závazky, KBU prezentují krátkodobé bankovní úvěry a ZPL jsou závazky po lhůtě splatnosti.

Pokud hodnota získaná pomocí tohoto modelu je větší jak 2, pak se jedná o finančně zdravý podnik. Nachází-li se index IN v rozmezí 1 až 2, nelze usoudit zda je na tom podnik finančně dobře nebo špatně. Hodnota menší jak 1 je projevem finančně slabého podniku.

2.3.3.2 Ratingové modely

Jedná se o modely, které se snaží bodovým ohodnocením stanovit bonitu posuzovaného podniku. Ratingové modely jsou silně závislé na kvalitě zpracování databáze poměrových ukazatelů v oborové skupině srovnávaných podniků.

Kralickuv-Quick test

Tento model je znám také pod názvem rychlý test nebo klasifikační nebo bodovací model. Kralickuv-Quick test poskytuje rychlou a poměrně dobrou schopnost ohodnotit analyzovaný podnik. V rámci tohoto modelu jsou obodovány intervaly hodnot pro jednotlivé ukazatele. Souhrnné hodnocení je pak stanoveno prostřednictvím kritéria váženého průměru. Pomocí tohoto modelu je možné vyhodnotit finanční stabilitu zprůměrováním ukazatelů R1 a R2. Výnosová situace je pak hodnocena na základě zprůměrování ukazatelů R3 a R4. U tohoto testu je možné provést také souhrnné hodnocení finančního postavení podniku pomocí zprůměrovaného součtu hodnot finanční stability a výnosové situace. Postup výpočtu je znázorněn v tab. č. 2.1.

Tab. č. 2.1 Kralickuv-Quick test

Ukazatel	Výpočet	Hodnota	Hodnocení
R1	vlastní kapitál/aktiva	0,3 a více	4 body
		0,2 až 0,3	3 body
		0,1 až 0,2	2 body
		0,0 až 0,1	1 bod
		0,0 a méně	0 bodů
R2	(dluhy celkem - PP)/ provozní CF	3 a méně	4 body
		3 až 5	3 body
		5 až 12	2 body
		12 až 30	1 bod
		30 a více	0 bodů
R3	EBIT/aktiva	0,15 a více	4 body
		0,12 až 0,15	3 body
		0,08 až 0,12	2 body
		0,00 až 0,08	1 bod
		0,00 a méně	0 bodů
R4	provozní CF/provozní výnosy	0,1 a více	4 body
		0,08 až 0,12	3 body
		0,05 až 0,08	2 body
		0,00 až 0,05	1 bod
		0,00 a méně	0 bodů

2.3.4 Finanční plán

V případě, že se oceňovatel rozhodne pro stanovení hodnoty společnosti využít některou z výnosových metod, je nutno pro oceňovanou společnost sestavit kompletní finanční plán. Finanční plán slouží jako soubor kritérií pro rozhodování v přítomnosti o činnostech, jejichž důsledky nastanou v budoucnosti. Finanční plán je složen z následujících finančních výkazů:

- rozvaha,
- výkaz zisku a ztráty,
- výkaz cash-flow.

Finanční plán je součástí podnikového plánu a měl by vycházet z dlouhodobé koncepce podniku, tedy z jeho jasné strategie a vize. Je tvořen soustavou plánů mezi něž patří:

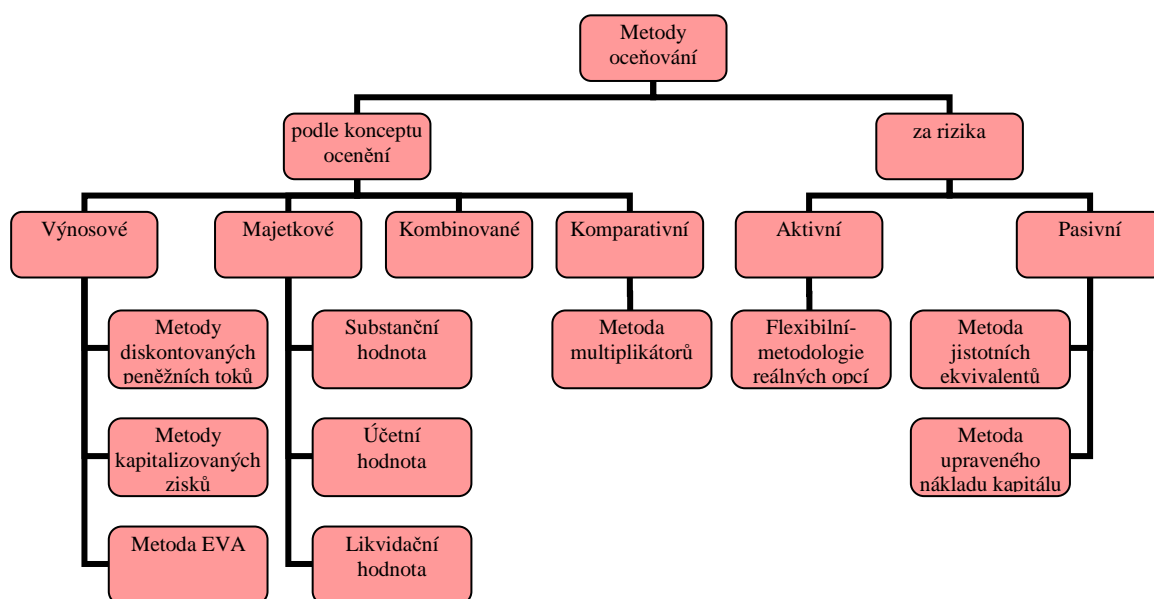
- plány prodeje, jenž jsou členěny tak, aby umožňovaly odhad budoucích výnosů,
- plány produkce a odhad budoucích nákladů,
- plány kapacit navazující na plány produkce a promítající se do:
 - o plánů investic,
 - o plánů pracovního kapitálu a jeho jednotlivých složek,
 - o plánů údržby a obnovy,
 - o plánů odpisů,
- plány pracovních sil,
- plán provozního výsledku hospodaření a z toho plynoucích daní a podílů na zisku, nejprve je však nutné sestavit plán budoucích provozních nákladů a výnosů,
- plán provozního peněžního toku, kdy podkladem pro jeho sestavení je plán provozního výsledku hospodaření a složek pracovního kapitálu,
- plán provozních peněžních toků a plán investic umožňující sestavit celkový peněžní tok, který slouží jako indikátor celkové finanční rovnováhy,
- plánovaná rozvaha.

Finanční plán může jako jediný z uvedených kroků chybět v oceňovacím posudku, v případě, že jsou využity metody tržního porovnání, metody založené na analýze majetku a paušální metoda kapitalizovaných zisků.

2.4 Metody oceňování podniku

Pro účely stanovení hodnoty podniku existuje celá řada metod jak z teoretického, tak praktického pohledu. Výběr správného postupu oceňování zásadním způsobem determinuje naplnění cíle oceňování. Jednotlivé přístupy k oceňování je možné rozdělit dle konceptu ocenění a dle způsobu zohlednění neurčitosti a rizika, což uvádí níže uvedený obrázek.

Obr. č. 2.1 Přehled metod stanovení hodnoty podniku



Zdroj: Dluhošová, D. Finanční rozhodování a řízení podniku (2006)

2.4.1 Majetkové metody

V rámci tohoto přístupu ke stanovení hodnoty podniku je určitým způsobem oceněna každá majetková složka samostatně. Součtem jednotlivých hodnot je získána celková hodnota aktiv společnosti. V souvislosti s tím, jaká hodnota je použita je možné získat tři druhy majetkového ocenění.

2.4.1.1 Účetní hodnota

U tohoto druhu metody jsou základem stavové veličiny, jenž poskytuje rozvaha. Účetní hodnota je odvozena z historických cen. Podstatou je stanovení hodnoty fixního a oběžného majetku, závazků a dluhů vyjádřené v nominálních hodnotách.

Předností této metody je relativně snadná dostupnost informací a jednoduchý výpočet. Slabou stránkou je ohodnocení aktiv na bázi účetního ocenění a dále fakt, že tato metoda nevychází z tržního ocenění.

2.4.1.2 Substanční hodnota

Princip substanční metody spočívá v ocenění jednotlivých aktiv podniku reprodukční pořizovací cenou. Tyto aktiva jsou snížena o reálné ocenění všech závazků a dluhů k datu ocenění za podmínky pokračování podniku v jeho činnosti.

Ve srovnání s předchozí zmíněnou metodou spočívá výhoda této metody v tom, že při oceňování složek majetku jsou odráženy tržní podmínky. Prostřednictvím substanční metody tedy lze reálněji zachytit hodnotu majetku podniku. Nedostatkem metody je, že nebere v úvahu vliv současné a budoucí výnosnosti na hodnotu podniku a dále je zanedbávána hodnota goodwillu a specifických nehmotných aktiv spojených s fungováním podniku jako celku.

2.4.1.3 Likvidační hodnota

Základem této metody je stanovení hodnoty majetku podniku k určitému časovému okamžiku. Zároveň je však podmínkou, že podnik ukončí svoji činnost a dojde k prodeji jednotlivých aktiv a ke splacení veškerých závazků, včetně odměny likvidátora. Tato hodnota je považována za spodní hranici hodnoty podniku.

2.4.2 Výnosové metody

Předpokladem výnosových metod je, že hodnota statků je dána očekávaným užitekem pro jeho držitele. Tímto užitekem jsou v rámci podniku myšleny budoucí ekonomické výsledky, jimiž jsou např. finanční toky, dividendy a zisk.

2.4.2.1 Metody diskontovaných peněžních toků

Metody diskontovaných peněžních toků lze považovat za základ výnosových metod z hlediska principu. Největší využití mají tyto metody především v anglosaských zemích.

V rámci těchto metod je nezbytné specifikovat volné finanční toky, které jsou považovány za jedno z hlavních měřítek používaných při oceňování podniku.

V rámci metod diskontovaných peněžních toků lze rozlišit čtyři základní techniky pro výpočet výnosové hodnoty podniku, a to metodu DCF-Entity, DCF-Equity, metodu DDM neboli diskontní dividendový model a metodu APV.

S využitím těchto metod je spojeno několik základních úkolů. Prvním z nich je správné vymezení budoucích finančních toků vhodných k ocenění, druhým je určení nákladu kapitálu, jímž jsou finanční toky diskontovány a posledním úkolem je stanovení hodnoty prostřednictvím metody ocenění.

Volné finančními toky jsou chápány jako rozdíl mezi příjmy a výdaji generovanými majetkem podniku a vztahující se ke stanovenému druhu kapitálu. Na základě způsobu vymezení kategorie kapitálu jsou rozeznávány volné finanční toky pro vlastníky a věřitele představující veškeré finanční toky, jenž jsou společností generovány. Jejich účelem je zajistit rozvoj a fungování společnosti a uspokojit nároky akcionářů. Dále jsou rozlišovány volné finanční toky pro vlastníky a volné finanční toky pro věřitele. Volné finanční toky pro vlastníky jsou představovány finančními toky z provozní, finanční a investiční činnosti. Jedná se o finanční toky, jenž zůstávají ve společnosti po uspokojení nároků věřitelů a po zajištění fungování podniku. Tyto finanční toky lze vyjádřit jako

$$FCFE = EAT + odpisy_t - \Delta \check{C}PK_t - INV_t, \quad (2.19)$$

kde FCFE jsou volné finanční toky pro věřitele, EAT je čistý zisk, $\Delta \check{C}PK_t$ je změna čistého pracovního kapitálu a INV_t jsou investice.

Metoda DCF-Entity

Účelem této metody je tržní ocenění celkového kapitálu společnosti. Volné finanční toky plynoucí vlastníkům i věřitelům FCFE jsou diskontovány nákladem celkového kapitálu WACC.

$$V_A = \frac{FCFF}{WACC}, \quad (2.20)$$

kde V_A je hodnota podniku, FCFE jsou volné finanční toky pro vlastníky i věřitele a WACC jsou náklady celkového kapitálu.

Metoda DCF-Equity

Pomocí této metody je oceňován pouze vlastní kapitál. V tomto případě jsou využity volné finanční toky vztahující se k vlastníkům FCFE, které jsou diskontovány nákladem vlastního kapitálu R_E . Cílem metody je tržní ocenění vlastního kapitálu společnosti, neboť toto ocenění je jednou z klíčových úloh finančního řízení a rozhodování.

$$V_E = \frac{FCFE}{R_E}, \quad (2.21)$$

kde V_E je hodnota vlastního kapitálu podniku, FCFE jsou volné finanční toky pro vlastníky a R_E je náklad vlastního kapitálu.

Metoda DDM

Tato metoda je využita pro oceňování vlastního kapitálu v tržních ekonomikách s vyspělým kapitálovým trhem. Finanční tok je v tomto případě ztvárněn dividendou, což je finanční tok plynoucí vlastníkům. Jedná se tedy o modifikaci metody DCF, kdy namísto volných finančních toků se využívá dividenda. Existuje model s konstantními FCF a s konstantně rostoucími FCF, což je tzv. Gordonův model.

$$V_E = \frac{DIV}{R_E} \text{ nebo } V_E = \frac{DIV}{R_E - g}, \quad (2.22)$$

kde DIV jsou dividendy a g je očekávaná míra růstu dividend do nekonečna.

Metoda APV

Prostřednictvím této metody je oceňován celkový kapitál podniku. Finanční toky jsou tvořeny toky nezadlužené společnosti $FCFE_U$, jenž jsou diskontovány nákladem celkového kapitálu nezadlužené společnosti R_U . K tomu, aby bylo možné ocenit zadluženou společnost je potřebné přičíst současnou hodnotu daňového štítu, tedy daňový štít TS diskontovaný náklady dluhu R_D .

$$V_A = \frac{FCFE_U}{R_U} + \frac{TS}{R_D}, \quad (2.23)$$

kde $FCFE_U$ jsou volné finanční toky nezadlužené společnosti, R_U je náklad celkového kapitálu nezadlužené společnosti, TS je daňový štít a R_D jsou náklady dluhu.

Takto je vyčíslena hodnota společnosti v případě, kdy předpokládáme konstantní finanční toky a neomezené trvání společnosti.

V praxi se však většinou nepředpokládají konstantní finanční toky, proto se pro zpřesnění výpočtu používá tzv. dvoufázová metoda, která je založena na předpokladu rozdělení finančních toků do dvou období.

Délka první fáze je obvykle plánovaná na období 4 až 6 let, kdy se předpokládá stabilizovaná situace ve společnosti a je možné relativně přesně a efektivně plánovat finanční toky.

$$V_1 = \sum_{t=1}^T FCF_t \cdot (1 + R_1)^{-t}, \quad (2.24)$$

kde V_1 je hodnota společnosti v rámci první fáze, FCF_t jsou finanční toky, T je délka první fáze a R_1 jsou náklady kapitálu první fáze.

Druhá fáze zahrnuje období bezprostředně po ukončení první fáze až do nekonečna. V této fázi se uvažuje pouze s trendem finančních toků a pracuje se s tzv. pokračující hodnotou, jenž vyjadřuje hodnotu společnosti za druhou fázi k počátku první fáze.

$$V_2 = PH \cdot (1 + R_1)^{-T}, \quad (2.25)$$

kde V_2 je hodnota společnosti ve druhé fázi, PH je pokračující hodnota.

Hodnota společnosti se pak stanoví jako součet hodnoty společnosti v první a druhé fázi.

$$V = \sum_{t=1}^T FCF_t \cdot (1 + R_1)^{-t} + PH \cdot (1 + R_1)^{-T}, \quad (2.26)$$

Jestliže se ve druhé fázi budou předpokládat konstantní peněžní toky, pokračující hodnota se určí následovně

$$PH = \frac{FCF_{T+1}}{R_2}, \quad (2.27)$$

kde R_2 jsou náklady kapitálu ve druhé fázi, jenž bývají vyšší než náklady kapitálu v první fázi, jelikož se v nich promítá vyšší rizikovost tvorby peněžních prostředků.

2.4.2.2 Metoda kapitalizovaných zisků

Tato metoda je oceňovacím přístupem, jenž byl vytvořen v německy mluvících zemích. Účelem metody kapitalizovaných zisků je ocenění vlastního kapitálu společnosti. Tato metoda je založena na principu současné hodnoty budoucích zisků. Zisky jsou odvozovány z historických dat. Klíčovým bodem je analýza údajů z účetních výkazů, kterými jsou rozvaha a výkaz zisku a ztráty za období 3 až 5 let. Cílem tohoto rozboru je určit tzv. trvale udržitelný zisk, což je účetní zisk podrobený řadě úprav. Korekce minulých výsledků hospodaření spočívá v úpravách o odpisy, vyloučení mimořádných výnosů a nákladů přechodného charakteru, vyloučení výnosů a nákladů nesouvisejících s hlavní činností společnosti, v průměrování nepravidelných výnosů, vyloučení skrytých rezerv, úpravě o metodické změny atd.

V rámci této metody jsou rozlišovány dvě varianty. První je varianta paušální, jenž určuje čisté výnosy pomocí upravených výsledků hospodaření, tedy účetně vnímané náklady a výnosy. Druhou je varianta analytická vymezující čistý výnos rozdílem příjmů a výdajů a jedná se tedy o peněžní toky, obdobně jako u metody DCF-Equity.

Paušální varianta

Tato metoda je založena na rozboru minulých výsledků hospodaření a jejich odhadu do budoucnosti. Nečastěji je paušální metoda využívána společnostmi mající určitou minulost, ale jejichž budoucnost je obtížně predikovatelná. Základem stanovení hodnoty společnosti je výnosový potenciál k datu ocenění. Předpokladem této metody je, že podnik bude dosahovat alespoň takových výsledků, jakých dosahoval v minulosti.

Postup výpočtu pomocí této metody spočívá v analýze a úpravách minulých výsledků hospodaření a celého dosavadního vývoje společnosti. Poté následuje výpočet trvale

odnímatelného čistého zisku z upravených minulých výsledků hospodaření pomocí váženého průměru. Váhy jednotlivých let jsou přiřazovány dle stárí, tedy nejnovějším výsledkům hospodaření je přidělena větší váha.

$$TOZ = \sum_{t=1}^T w_t \cdot Z_t, \quad (2.28)$$

kde TOZ je trvale odnímatelný čistý zisk, T je počet let zahrnutých do výpočtu, w_t jsou váhy přiřazené jednotlivých obdobím a Z_t je zisk minulých let upravený o korekce.

Hodnota vlastního kapitálu společnosti je pak dána vztahem

$$V_E = \frac{TOZ}{R_E}, \quad (2.29)$$

kde V_E je hodnota vlastního kapitálu společnosti.

Analytická varianta

Tato metoda je výnosovým oceněním, jehož základem je prognóza budoucích výsledků hospodaření upravených o vliv financování. Jedná se o obdobu metody DCF, kdy očekávaný výnos společnosti je vypočítán z upravených budoucích výsledků hospodaření. Za předpokladu, že společnost bude fungovat do nekonečna, lze stanovit hodnotu vlastního kapitálu podniku pomocí dvoufázové metody jako

$$V_E = \sum_{t=1}^T \frac{OZ_t}{(1 + R_t)^t} + \frac{TOZ_{T+1}}{R_t} \cdot (1 + R_t)^{-T}, \quad (2.30)$$

kde V_E je hodnota vlastního kapitálu, OZ_t je odhad odnímatelného čistého zisku pro rok t prognózy, T je délka období, pro které jsme schopni v jednotlivých letech odhadnout čistý výnos, TOZ_{T+1} je trvalý odnímatelný čistý zisk ve druhé fázi uvažovaného horizontu a R_t jsou náklady kapitálu.

2.4.2.3 Metoda EVA

Ekonomická přidaná hodnota je nástrojem finanční analýzy, řízení a oceňování společnosti. Jedná se v podstatě o ukazatele výnosnosti. Východiskem ekonomické přidané hodnoty je měření ekonomické zisku, jehož společnost dosahuje v případě úhrady běžných nákladů a také nákladů kapitálu. Znamená to, že když podnik vykazuje kladný účetní zisk, vykazuje též ekonomický zisk v případě, že je tento účetní zisk větší než náklady na vložený vlastní kapitál.

Výhoda ocenění pomocí této metody spočívá v tom, že poskytuje daleko více informací než metoda DCF, neboť rozděluje hodnotu na investovaný kapitál a tržní přidanou hodnotu. Vypovídá tedy o tom, jaká hodnota k datu ocenění již existuje a jaká část hodnoty vzniká v budoucnu.

2.4.3 Kombinované metody

Tyto metody se snaží o kombinaci majetkového a výnosového ocenění. Tento přístup vychází ze snahy o co nejobektivnější pohled na hodnotu podniku. Nejčastěji je aplikována metoda střední hodnoty určující celkovou hodnotu společnosti jako aritmetický průměr hodnoty společnosti zjištěnou pomocí metody substanční a výnosové. Druhým nepoužívanějším přístupem je metoda kapitalizovaných mimořádných čistých výnosů, jejíž základem je výpočet mimořádného čistého výnosu, tzv. nadzisku. Ten je vypočten jako rozdíl mezi výnosovou hodnotou a ziskem, kterého podnik dosáhl při předpokládaném zúročení vloženého kapitálu.

2.4.4 Komparativní metody

Komparativní metody jsou také nazývány jako metody relativního oceňování či metody tržního srovnání. Základem těchto metod je odvození hodnoty kapitálu nebo aktiv pomocí přístupných informací srovnatelných společností. Stanovení hodnoty společnosti, jehož základem, je srovnání je prováděno u podniků, jejichž podíly jsou obchodovány veřejně na finančních trzích.

2.5 Náklady kapitálu

Náklady kapitálu zastupují důležitou kategorii ve finančním rozhodování. Pojem náklady kapitálu jsou nejčastěji myšleny náklady podniku na získávání jednotlivých složek podnikového kapitálu. Jedná se tedy o minimální požadovanou míru výnosnosti. Náklady kapitálu je možno posuzovat ze dvou hledisek, a to z hlediska podniku a z hlediska investora. Z pohledu investora se jedná o požadavek na výnosnost, která musí být podnikem dosahována. Důvodem je fakt, aby nedocházelo k poklesu bohatství investorů. Z hlediska podniku lze vymezit náklady kapitálu jako cenu za kapitál, jenž je získáván pro další rozvoj činnosti. Při určování nákladů na kapitál je podstatné stanovit, zda je cílem určit hodnotu společnosti jako celku nebo jen vlastního kapitálu. S tím také souvisí nutnost sladit tyto náklady kapitálu s finančním tokem, z něhož se vychází.

2.5.1 Náklady na cizí kapitál

Za náklady cizího kapitálu lze považovat úroky nebo kupónové platby, jenž je nutné platit věřitelům. Základní diskontní míra je stanovena podle situace na finančním trhu. Její výše je pak následně odvozena od několika faktorů, jimiž je čas, očekávaná efektivnost a hodnocení bonity dlužníka. Tyto náklady lze vyjádřit jako

$$R_D = i \cdot (1 - d), \quad (2.31)$$

kde R_D jsou náklady dluhu, i je úroková míra z dluhu a d je sazba daně z příjmů.

2.5.2 Náklady na vlastní kapitál

Pro náklady vlastního kapitálu je charakteristické, že jsou pro podnik vyšší než náklady na cizí kapitál. Pro tuto skutečnost existují dva důvody. Prvním z nich je, že riziko vlastníka vkládajícího prostředky do podniku je vyšší než riziko věřitele. Druhým důvodem je fakt, že nákladové úroky jsou daňově uznatelnými náklady, jenž snižují zisk pro základ pro výpočet daně z příjmů. Náklady vlastního kapitálu lze stanovit na základě modelů vycházejících z účetních dat, kde je možné zařadit stavebnicovou metodu. Další možností jak

tyto náklady určit je pomocí modelu oceňování kapitálových aktiv založeném na bázi tržních podmínek.

2.5.2.1 Stavebnicová metoda

Tato metoda se používá k určování nákladů kapitálu v ekonomikách, jenž jsou charakterizovány nedokonalým kapitálovým trhem a krátkou dobou fungování tržní ekonomiky, v níž není možné použít arbitrážní model a model CAPM. Problémem bývá stanovení koeficientu β především u podniku, jehož akcie nejsou obchodovány na kapitálovém trhu.

Stavebnicová metoda využívaná Ministerstvem průmyslu a obchodu vychází z předpokladu modelu MM II., jehož autory jsou M. Miller a F. Modigliani. Tito autoři vycházejí ze zjednodušených předpokladů, pomocí nichž je formulována závislost nákladů kapitálu na stupni zadlužení společnosti.

Pro stanovení nákladů vlastního kapitálu je nejprve nutné určit náklady celkového kapitálu nezadlužené společnosti, které se pomocí stavebnicové metody dle Ministerstva průmyslu a obchodu vypočítají jako

$$WACC_U = R_F + R_{\text{podnikatelské}} + R_{\text{finstab}} + R_{LA}, \quad (2.32)$$

kde $WACC_U$ představují náklady celkového kapitálu nezadlužené společnosti, R_F je bezriziková úroková míra, $R_{\text{podnikatelské}}$ je riziková přírážka za obchodní podnikatelské riziko, R_{finstab} je riziková přírážka za riziko vyplývající z finanční stability a R_{LA} je riziková přírážka za velikost podniku.

Tyto rizikové přírážky jsou nezbytně nutné pro stanovení nákladů celkového kapitálu nezadlužené společnosti a proto je v následujícím textu popsán postup jejich určení.

Riziková přírážka za velikost podniku

Pokud $UZ > 3$ mld. Kč, pak $R_{LA} = 0$ %. Je-li $UZ < 100$ mil. Kč, pak $R_{LA} = 5$ %. V případě, že $UZ > 100$ mil. Kč a zároveň < 3 mld. Kč, pak je tato přírážka stanovena následovně

$$R_{LA} = \frac{(3 \text{ mld. Kč} - UZ)^2}{168,2}, \quad (2.33)$$

kde UZ jsou úplatné cizí zdroje zahrnující bankovní úvěry a obligace.

Riziková přírážka charakterizující produkční sílu

Tato přírážka je závislá na ukazateli EBIT/A porovnávaném s ukazatelem X1. Ukazatel X1 vyjadřuje nahrazování úplatného cizího zdroje vlastním kapitálem.

$$X1 = \frac{(VK + BU + O)}{A} \cdot \frac{Ú}{BU + O}, \quad (2.34)$$

kde BU jsou bankovní úvěry, O jsou obligace, A jsou aktiva a Ú jsou úroky.

Pokud $\frac{EBIT}{A} > X1$, pak $R_{\text{podnikatelské}} = 0 \%$. Je-li $\frac{EBIT}{A} < 0$, pak $R_{\text{podnikatelské}} = 10 \%$. V případě, že $\frac{EBIT}{A} \geq 0$ a zároveň $\frac{EBIT}{A} \leq X1$, pak se určí takto

$$R_{\text{podnikatelské}} = \frac{\left(X1 - \frac{EBIT}{A}\right)^2}{(10 \cdot X1^2)}, \quad (2.35)$$

kde EBIT je zisk před úroky a daněmi a A jsou aktiva.

Riziková přírážka finanční stability

V tomto případě se posuzuje vztah mezi celkovou likviditou a průměrnou hodnotou celkové likvidity v odvětví průmyslu, přičemž je stanovena mezní hodnota likvidity XL. Je-li průměr průmyslu nižší než 1,25, pak horní hranice XL = 1,25, pokud je průměr průmyslu větší než 1,25, pak XL je roven průměru průmyslu.

Pokud je celková likvidita $> XL$, pak $R_{\text{finstab}} = 0 \%$. Je-li celková likvidita < 1 , pak $R_{\text{finstab}} = 10,00 \%$. V případě, že celková likvidita > 1 a zároveň $< XL$, pak je postup následující

$$R_{\text{finstab}} = \frac{(XL - \text{celková likvidita})^2}{10 \cdot (XL - 1)^2}, \quad (2.36)$$

kde XL je průměrná hodnota likvidity.

Po stanovení nákladů celkového kapitálu je možné určit náklady vlastního kapitálu takto

$$R_E = \frac{WACC_U \cdot \frac{UZ}{A} - (1-d) \cdot \frac{Ú}{BU+O} \cdot \left(\frac{UZ}{A} - \frac{VK}{A} \right)}{\frac{VK}{A}}, \quad (2.37)$$

kde R_E je náklad vlastního kapitálu, $WACC_U$ jsou náklady celkového kapitálu nezadlužené společnosti, UZ jsou úplatné cizí zdroje, A jsou aktiva, d je sazba daně z příjmů, $Ú$ jsou úroky, BU jsou bankovní úvěry, O jsou obligace a VK je vlastní kapitál.

2.5.2.2 Model oceňování kapitálových aktiv CAPM

Model oceňování kapitálových aktiv je tržním přístupem k určení nákladů na vlastní kapitál. Tento model je využíván ke stanovení diskontní sazby především v anglosaských zemích. Jedná se o rovnovážný model, v rámci něhož je rovnováha daná stejným mezním sklonem očekávaného výnosu a rizika pro všechny investory. Model oceňování kapitálových aktiv je jednofaktorovým modelem a jeho základem je funkční lineární vztah mezi výnosem aktiva a tržním portfoliem, jenž vyjadřuje riziko celého trhu.

$$E(R_E) = R_F + \beta_E \cdot [E(R_M) - R_F], \quad (2.38)$$

kde $E(R_E)$ je očekávaný výnos vlastního kapitálu, R_F je bezriziková sazba, β_E je koeficient citlivosti dodatečného výnosu vlastního kapitálu na dodatečný výnos tržního portfolia, $E(R_M)$ je očekávaný výnos tržního portfolia.

Koeficient beta je ovlivněn také zadlužeností společnosti. Hodnotu koeficientu beta zadlužené společnosti je možné stanovit v závislosti na beta nezadlužené společnosti za předpokladu modelu MM II.

$$\beta_L = \beta_U \cdot \left[1 + (1 - d) \cdot \frac{CZ}{VK} \right], \quad (2.39)$$

kde β_L je koeficient beta nezadlužené společnosti, β_U je koeficient beta zadlužené společnosti, d je daňová sazba daně z příjmů, CZ je úročený cizí kapitál a VK je vlastní kapitál.

3 Finanční a strategická analýza oceňovaného podniku

Tato kapitola je zaměřena na popis společnosti Severomoravská plynárenská, a. s., jejímž hlavním předmětem činnosti je nákup a prodej zemního plynu. Dále je zde provedena strategická a finanční analýza. Závěr této kapitoly je věnován návrhu dlouhodobého finančního plánu dané společnosti.

3.1 Představení společnosti

Obchodní firma: Severomoravská plynárenská, a. s.

Sídlo: Plynární 2748/6, Ostrava – Moravská Ostrava, PSČ 702 72

Identifikační číslo: 47675748

Právní forma: akciová společnost

Předmět podnikání:

- obchod s plynem,
- činnost technických poradců v oblasti plynárenství,
- výroba tepelné energie,
- pronájem a půjčování věcí movitých,
- pronájem a půjčování dopravních prostředků,
- pronájem nemovitostí, bytů a nebytových prostor,
- činnost účetních poradců, vedení účetnictví, vedení daňové evidence,
- služby v oblasti administrativní správy a služby organizačně hospodářské povahy u fyzických a právnických osob,
- montáž, opravy, revize a zkoušky vyhrazených plynových zařízení a plnění nádob plyny,
- poskytování služeb elektronických komunikací,
- zprostředkování obchodu a služeb,
- obchod s elektřinou.

Společnost Severomoravská plynárenská, a. s. byla založena dne 13. prosince 1993 Fondem národního majetku České republiky se sídlem v Praze 2, Rašínovo nábřeží 42. Tato společnost následně vznikla zápisem do obchodního rejstříku vedeném Krajským soudem v

Ostravě dne 1. ledna 1994. Základní kapitál společnosti činí 2 069 728 tis. Kč a je rozdělen na 2 069 728 akcií o jmenovité hodnotě 1000 Kč. Podrobnější informace o akciích jsou zachyceny v níže uvedené tabulce.

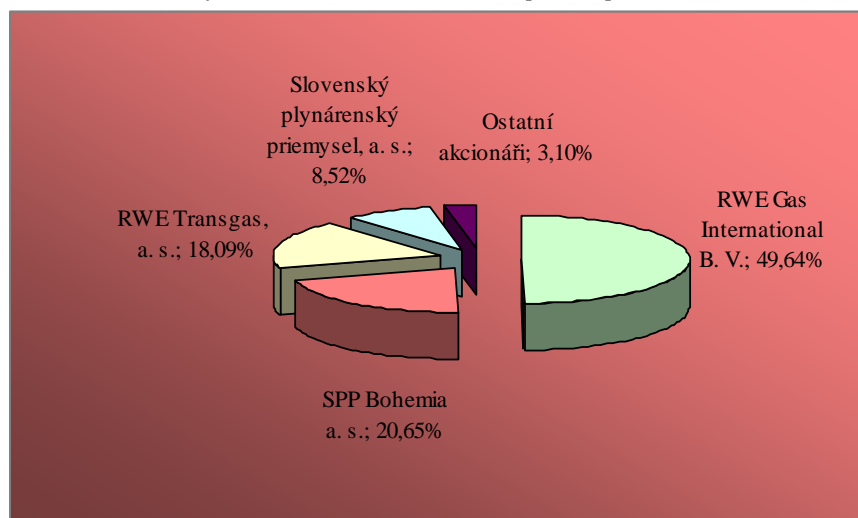
Tab. č. 3.1 Informace o akciích společnosti

Druh	akcie kmenová	
Forma	na majitele	na jméno
Podoba	zaknihovaná	
Počet kusů	1 472 285	597 443
ISIN/SIN/SIN	CZ 0005084459	770950000925
Celkový objem emise	1 472 285 000 Kč	597 443 000 Kč
Jmenovitá hodnota	1 000 Kč	1 000 Kč
Způsob zdaňování výnosů z CP ve státě sídla emitenta	Výnosy s CP jsou zdaňovány v souladu se zákonem č. 586/19992 Sb., o daních z příjmů ve znění pozd. předpisů	
Plátce daně sražené z výnosů CP	emitent	
Způsob převodu CP	Převody akcií jsou realizovány prostřednictvím SCP	
Omezení převoditelnosti	převoditelnost není omezena	
Obchodování na regulovaných trzích v ČR	Burza CP Praha, a. s.	akcie nejsou kótované
	RM-SYSTÉM, a. s.	
Obchodování na regulovaných trzích v zahraničí	Akcie nejsou přijaty k obchodování na žádném zahr. trhu	

Zdroj: Výroční zpráva SMP, a. s. (2008)

Níže uvedený graf zachycuje strukturu akcionářů na základním kapitálu společnosti. Je patrné, že nejvyšší podíl na základním jmění společnosti Severomoravská plynárenská, a. s. zaujímá společnost RWE Gas International B. V. Její podíl činí téměř 50 %. Dalšími dvěma akcionáři, kteří se podílí přibližně 20 % jsou RWE Transgas, a. s. a SPP Bohemia a. s.

Graf č. 3.1 Podíl na základním kapitálu společnosti



3.2 Strategická analýza

Hlavním účelem této analýzy je definovat celkový výnosový potenciál oceňované společnosti. Výnosový potenciál závisí na potenciálu vnějším a vnitřním, jímž daná společnost disponuje. Součástí strategické analýzy je tedy analýza makroprostředí a mikroprostředí.

3.2.1 Analýza makroprostředí

Výkonnost každého podniku je, ať už přímo nebo nepřímo ovlivňována ekonomickým prostředím země, v němž daná společnost působí. Proto je tedy nutné sledovat vývoj základních ekonomických ukazatelů. V rámci této části byl do této kategorie ukazatelů zařazen vývoj hrubého domácího produktu, inflace, nezaměstnanosti, měnové a fiskální politiky.

3.2.1.1 Hrubý domácí produkt

Rok 2004 byl ve znamení ekonomického růstu. Meziročně došlo k růstu hrubého domácího produktu o 4 %. Hlavní příčinou tohoto růstu produktu byl příznivý vývoj struktury jeho výdajových položek. Došlo zejména k výraznému zvýšení investičních výdajů a při rychlé dynamice obratu zahraničního obchodu bylo dosaženo rychlejšího růstu vývozu než dovozu.

V roce 2005 dosáhla Česká republika nejvyššího ekonomického růstu v historii. Hrubý domácí produkt se meziročně zvýšil o 6 %. Hlavním zdrojem růstu byl zahraniční obchod. V rámci domácí poptávky rostly rychleji výdaje na tvorbu fixního kapitálu než na konečnou spotřebu.

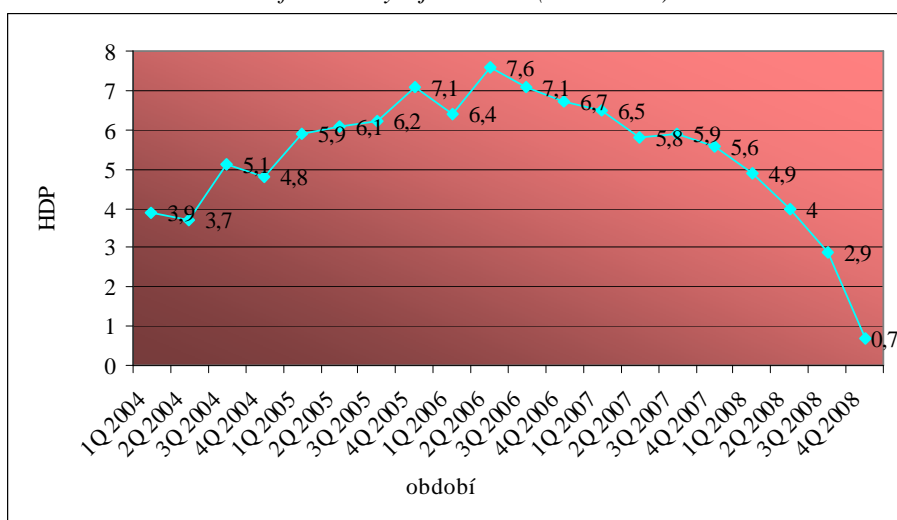
V roce 2006 si česká ekonomika udržovala rekordní tempo růstu hrubého domácího produktu. Ten se meziročně zvýšil o 6,1 %. Největší vliv na nárůstu produktu mělo zvyšování výdajů na konečnou spotřebu domácností. Růst ekonomiky se projevil na celkovém zlepšení situace v podnikovém sektoru. Došlo k poklesu počtu ztrátových firem, jejich celkové ztráty i počtu jejich zaměstnanců.

Česká ekonomika dosáhla v roce 2007 rekordního růstu hrubého domácího produktu, který reálně meziročně vzrostl o 6,5 % a překonal tak doposud nejúspěšnější léta 2005 a 2006.

Důvodem tohoto růstu byla vyšší spotřeba domácností, nárůst firemních investic a převaha vývozu nad dovozem.

Růst české ekonomiky v roce 2008 nebyl příliš příznivý, neboť hrubý domácí produkt se meziročně zvýšil o pouhých 3,1 %. Jednalo se o nejnižší růst ekonomiky za posledních 6 let. Hlavní podíl na tom mělo poslední čtvrtletí tohoto roku, ve kterém se hrubý domácí produkt zvýšil pouze o 0,7 %. Příčinou byl zahraniční obchod a průmyslová výroba, na kterých se projevil vliv prohlubující se recese v zahraničí.

Graf č. 3.2 Vývoj HDP ČR (2004-2008)



3.2.1.2 Inlace

V první polovině roku 2004 cenová hladina dosáhla nejvyšších hodnot za poslední dva předchozí roky. Nejdůležitějšími vlivy, které bránily inflaci bylo zvýšení cen pohonných hmot a administrativní cenová opatření. Z obavy před růstem inflace koncem prvního pololetí tohoto roku zvýšila centrální banka úrokové sazby o 25 bazických bodů.

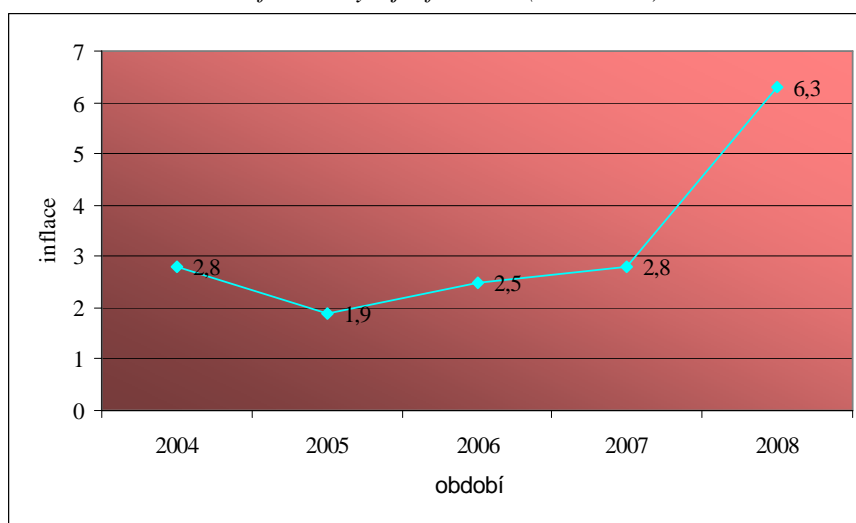
V roce 2005 došlo ke stabilizaci cenové hladiny, která se pohybovala na nízké úrovni, o čemž svědčí míra inflace, která dosahovala hodnoty 1,9 %. V rámci srovnání v delším časovém horizontu se jednalo o třetí nejnižší hodnotu od roku 1990. Jednalo se také o lepší výsledek ve srovnání s průměrem Evropské unie.

Průměrná meziroční míra inflace v roce 2006 dosáhla hodnoty 2,5 %. Tato hodnota byla o 0,6 procentního bodu vyšší než hodnota v předchozím roce. Na tomto zrychlení se podílely především administrativně ovlivňované ceny, jenž vzrostly o 7,8 % a dále ceny potravin. K růstu inflace mohlo do určité míry přispět i dvojí zvýšení úrokových sazeb.

V roce 2007 dosahovala míra inflace 2,8 %. Na zvýšení cenové hladiny se podílely změny nepřímých daní. Konkrétně se jednalo o zvýšení spotřební daně na tabákové výrobky. Na cenovém růstu se dále podílely ceny ve skupině potraviny, ubytování a nealkoholické nápoje.

V roce 2008 činila v České republice míra inflace 6,3 %, což je nejvyšší hodnota od roku 1998. Celková hladina spotřebitelských cen klesla v prosinci oproti listopadu o 0,3 %. Meziměsíční pokles spotřebitelských cen byl způsoben poklesem cen především v oddíle doprava. Meziroční růst spotřebitelských cen v prosinci zpomalil na 3,6 %.

Graf č. 3.3 Vývoj inflace ČR (2004-2008)



3.2.1.3 Nezaměstnanost

V roce 2004 došlo k zastavení dlouhodobého poklesu počtu ekonomicky aktivních obyvatel. Obecná míra nezaměstnanosti, což je podíl počtu nezaměstnaných na celkové pracovní síle, meziročně vzrostla o 0,5 procentního bodu na 8,3 %. Vlivem restrukturalizace ekonomiky míra registrované nezaměstnanosti narůstala a v únoru 2004 dosáhla maximální hodnoty, která činila 10,9 %. Poté se její meziroční nárůst postupně snižoval a ke konci roku činila míra registrované nezaměstnanosti 10,3 %.

Počet ekonomicky aktivních osob v roce 2005 vzrostl o 41,7 tisíc na 5 174,2 tisíc v důsledku nárůstu počtu zaměstnaných a poklesu počtu nezaměstnaných osob. Průměrná roční míra registrované nezaměstnanosti meziročně poklesla, a to o 0,2 procentního bodu na 9 %, což bylo poprvé od roku 2000. Příčinou tohoto pozitivního vývoje byla především vyšší dynamika růstu ekonomiky i užití nových nástrojů aktivní politiky zaměstnanosti. V průběhu

roku se míra nezaměstnanosti, včetně sezónních výkyvů, snižovala a k 31.12. dosáhla 8,9 %, což je o 0,6 procentního bodu méně než v předcházejícím roce.

Míra registrované nezaměstnanosti se od počátku roku 2006, kdy dosáhla 9,2 %, mimo sezónních výkyvů, meziročně snižovala a k 31.12. dosáhla 7,7 %, což je o 1,2 procentního bodu méně než v předchozím roce. Průměrná roční míra nezaměstnanosti meziročně poklesla o 0,9 procentního bodu na 8,1 %. V souvislosti s růstem zaměstnanosti se meziročně snížil počet uchazečů o zaměstnání o 12,1 % na 448,5 tisíc ke konci roku, z nichž 421,3 tisíc mohlo bezprostředně nastoupit do zaměstnání při nabídce vhodného pracovního místa.

V roce 2007 došlo k meziročnímu mírnému poklesu počtu ekonomicky aktivních osob. V rámci ekonomicky neaktivních osob naopak došlo k růstu o 72,8 tisíc na 3 646,8 tisíc, především v důsledku zvýšení počtu osob v řádném starobním důchodu. Mimo tuto skutečnost také docházelo k růstu počtů studentů a žen na mateřské dovolené. Míra registrované nezaměstnanosti vykazovala v průběhu celého roku 2007 zřejmý meziroční pokles a k 31.12. dosáhla 6 %, což je o 1,7 procentního bodu méně než v předchozím roce. Průměrná roční míra nezaměstnanosti se meziročně snížila o 1,5 procentního bodu na 6,6 % a jednalo se o nejnižší hodnotu od roku 1998.

Dopady světové hospodářské recese na zpomalení ekonomiky České republiky se začaly promítat do situace na trhu práce až v závěru roku 2008 a výrazněji neovlivnily výsledky za celý rok. Celková zaměstnanost se meziročně zvýšila o 1,2 %, na 5 286 tis. osob. Jednalo se o třetí největší nárůst za posledních deset let. Průměrná míra registrované nezaměstnanosti za celý rok vykazovala hodnotu 5,4 % a byla o 1,2 procentního bodu meziročně nižší. Na konci roku 2008 došlo k nárůstu počtu uchazečů o zaměstnání a prudkému poklesu počtu volných pracovních míst, což bylo zapříčiněno zpomalením hospodářského růstu.

3.2.1.4 Měnová politika

Po prvním pololetí roku 2004 došlo poprvé po třech letech k situaci, kdy Česká národní banka zvýšila klíčové úrokové sazby. Jednalo se o zvýšení diskontní sazby na 1,25 %, dvoutýdenní repo sazby na 2,25 % a lombardní sazby na 3,25 %. Poté došlo k dalšímu zpřísnění, kdy diskontní sazba byla zvýšena na 1,5 %, dvoutýdenní repo sazba na 2,5 % a lombardní sazba na 3,5 %.

V roce 2005 v období od konce ledna až počátku dubna úrokové sazby poklesly o 0,25 procentního bodu. Koncem dubna roku 2005 došlo k poklesu sazeb na historicky nejnižší hodnotu za dobu existence ČNB. Na konci října 2005 bylo rozhodnuto o jejich navýšení, a to o 0,25 procentního bodu. Limitní dvoutýdenní repo sazba činila 2,0 %, diskontní sazba 1,0 % a lombardní sazba 3,0 %.

V roce 2006 byla provedena úprava v nastavení základních úrokových sazeb ve dvou termínech. 28. července tohoto roku došlo ke zvýšení všech úrokových sazeb o 0,25 procentního bodu. Ke stejné úpravě došlo 29. září, kdy limitní dvoutýdenní repo sazba se zvýšila na hodnotu 2,50 %, diskontní sazba na 1,50 % a lombardní sazba na 3,50 %. Meziročně úrokové sazby vzrostly o 0,5 procentního bodu.

V roce 2007 Česká národní banka postupně zvyšovala základní úrokové sazby, aby tak zabránila potencionálnímu růstu inflačních tlaků. Po čtvrté úpravě se dvoutýdenní repo sazba dostala na hodnotu 3,5 %, diskontní sazba na 2,5 %, lombardní sazba na 4,5 % a referenční úroková míra tak vzrostla na nejvyšší hodnotu za posledních pět a půl roku. Základní tuzemské úrokové sazby však nadále byly z mezinárodního pohledu na velmi nízké úrovni.

V posledním čtvrtletí roku 2008 Česká národní banka snížila limitní úrokovou sazbu pro dvoutýdenní repo operace o 1,25 procentního bodu. První pokles se odehrál v listopadu, kdy byla úroková sazba snížena z 3,50 % na 2,75 %. Další snížení o 0,5 procentního bodu následovalo v prosinci. Úhrnně tedy Česká národní banka snížila v posledním čtvrtletí tohoto roku klíčové úrokové sazby o 1,75 %. Ke konci roku 2008 činila dvoutýdenní repo sazba 2,25 %, diskontní sazba 1,25 % a lombardní sazba 3,25 %.

3.2.1.5 Fiskální politika

Státní rozpočet na rok 2004 byl schválen jako deficitní, a to ve výši 115 mld. Kč. Příjmy dosahovaly hodnoty 754,1 mld. Kč a výdaje 869,1 mld. Kč. Provedenými rozpočtovými úpravami došlo k nárůstu výdajů státního rozpočtu na 869,8 mld. Kč, zatímco příjmy byly zvýšeny o 11,6 mld. Kč. Schodek se tak zvýšil na 115,7 mld. Kč.

Státní rozpočet byl v roce 2005 byl schválen jako deficitní a stanovil příjmy ve výši 824,8 mld. Kč a výdaje ve výši 908,4 mld. Kč. Rozpočtovaný schodek byl v objemu 83,6 mld. Kč. Vládními rozpočtovými prioritami se stalo financování společných programů Evropské unie a České republiky a výdaje na vědu, výzkum a vysoké školy. Celkem bylo

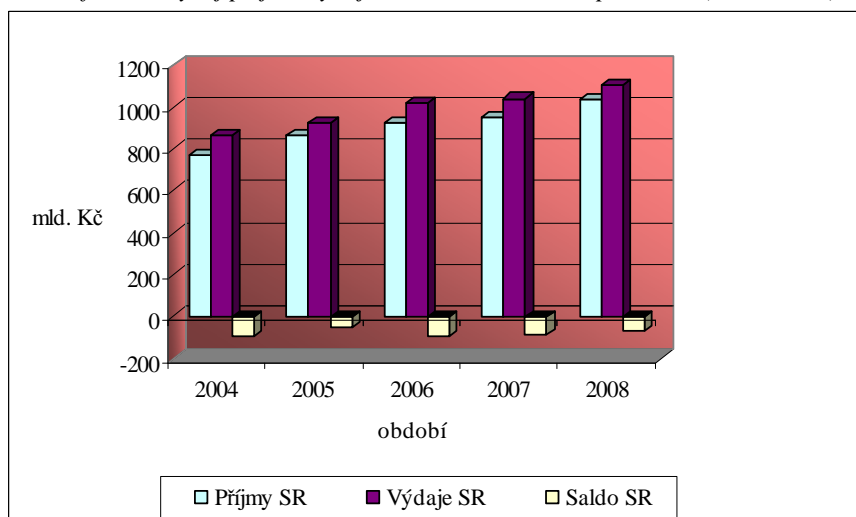
v roce 2005 provedeno 760 rozpočtových opatření. Proti stejnému období loňského roku to bylo o 21 méně.

Státní rozpočet České republiky na rok 2006 byl schválen jako deficitní. Jeho příjmy činily 884,4 mld. Kč, výdaje byly ve výši 958,8 mld. Kč a schodek činil 74,4 mld. Kč. Celkem bylo v roce 2006 provedeno 818 rozpočtových opatření. Proti stejnému období loňského roku to bylo o 58 více.

V roce 2007 byl státní rozpočet schválen opět jako schodkový a jeho příjmy byly stanoveny částkou 949,5 mld. Kč, výdaje pak částkou 1 040,8 mld. Kč a deficit činil 91,3 mld. Kč. V průběhu tohoto roku došlo k poměrně výrazným změnám schváleného rozpočtu. Rozpočet příjmů státního rozpočtu v průběhu roku vzrostl o 16,5 mld. Kč na 966 mld. Kč a rozpočet výdajů o 17,1 mld. Kč na 1 057,8 mld. Kč. Došlo tedy i ke změně rozpočtovaného deficitu státního rozpočtu na 91,9 mld. Kč.

V roce 2008 podle údajů o pokladním plnění státního rozpočtu dosáhl schodek hodnoty 70,8 mld. Kč. Celkové příjmy činily 1 036,51 mld. Kč a celkové výdaje 1 107,31 mld. Kč. V tomto roce se podařilo výrazně snížit deficit nejen oproti plánovanému, ale i oproti předchozím létům.

Graf č. 3.4 Vývoj příjmů, výdajů a salda státního rozpočtu ČR (2004-2008)



3.2.2 Analýza mikroprostředí

Analýza mikroprostředí je zaměřena na prozkoumání vnitřního potenciálu oceňovaného podniku. Příslušnost podniku k určitému odvětví, identifikace základních

charakteristických znaků a prognóza vývoje daného odvětví je velmi důležitá pro rozhodování investorů.

3.2.2.1 Historie plynárenství

V průběhu necelých dvou set let se v plynárenství odehrála řada významných událostí, jenž ovlivnily celou sérii dalších odvětví. Za nejpodstatnější je nutné pokládat rozvoj automobilismu, na jehož počátku byla vozidla poháněná plynovými motory.

Přestože je plynárenství významným oborem energetiky nemá tak dlouhou historii jako jiné obory. Za počátek průmyslového plynárenství je považován 31. prosinec roku 1813, kdy byly poprvé rozsvíceny lampy plynového osvětlení na londýnském Westminsterském mostě.

Plynárenství ve většině zemí prošlo dvěma etapami. První etapou bylo období svítiplynu, který byl vyrobený z uhlí nebo kapalných uhlovodíků. Tato fáze trvala až do druhé poloviny 20. století, kdy se začal stále více uplatňovat zemní plyn. V současné době je prodáván odběratelům výhradně zemní plyn.

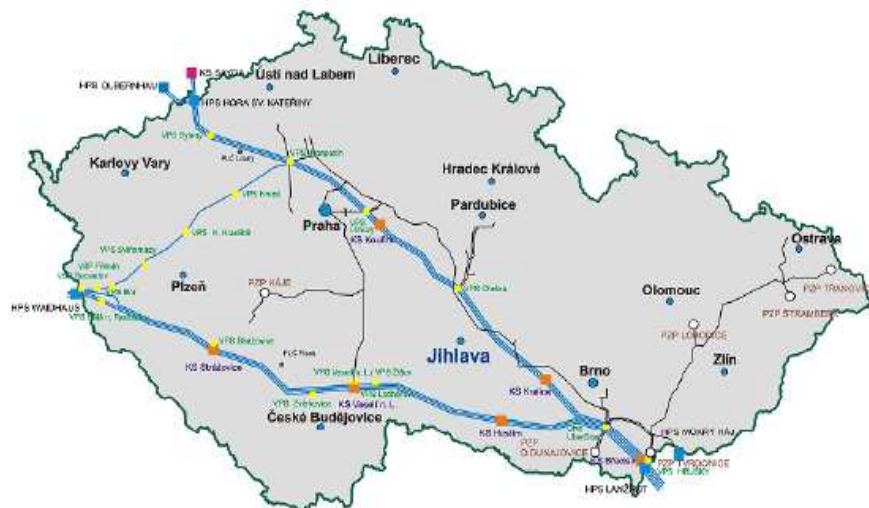
3.2.2.2 Charakteristika odvětví plynárenství v ČR

Plynárenství se zásadně odlišuje od oboru elektroenergetiky a teplárenství, neboť se jedná o trh, jenž je takřka stoprocentně závislý na cizích zdrojích. Vlastní zdroje zemního plynu, které jsou využívány výrobci v České republice tvoří méně než 1 % domácí spotřeby. Jedná se zejména o zdroje nacházející se na severní a jižní Moravě. Pro uspokojení domácí spotřeby je tedy potřebné zbývající zemní plyn dovážet. Převážná část zemního plynu je dovážena z Ruské federace a zbývající potřeba je zajišťována dovozem z Norska. V současné době je tedy pro tuzemskou spotřebu využíváno sedm podzemních zásobníků plynu, jenž se nacházejí na území České republiky a dále jeden zahraniční podzemní zásobník na Slovensku. Jelikož přes území České republiky vede tranzitní plynovod, stává se Česká republika důležitou spojnici mezi Ruskem a západní Evropou.

Níže uvedený obrázek naznačuje systém plynárenské soustavy spolu se systémem podzemních zásobníků v České republice. Tranzitní plynovod vstupuje do České republiky přes hraniční bod Lanžhot, kde je zemní plyn z Ruské federace předáván od provozovatele

slovenské soustavy Eustream, a. s. Na hranicích se Slovenskem se ještě nachází hraniční bod Mokřý Háj, který propojuje českou soustavu s podzemním zásobníkem plynu Láb.

Obr. č. 3.1 Systém plynárenské soustavy a podzemních zásobníků v ČR



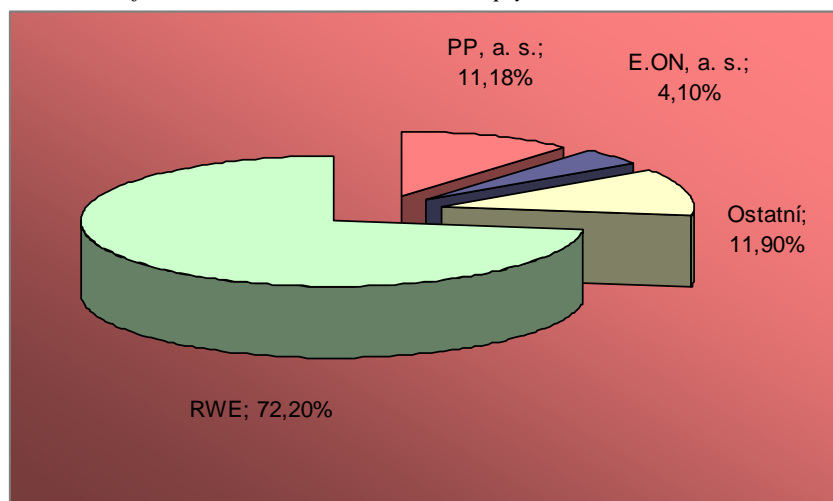
Zdroj: www.eru.cz

3.2.2.3 Současná situace na českém plynárenském trhu

Plynárenský trh v České republice je tvořen jednou přepravní společností, a tou je Transgas Net, s. r. o. Dalšími účastníky tohoto trhu je osm regionálních distribučních společností, jejichž zařízení je přímo napojeno na přepravní soustavu. Konkrétně se jedná o společnost Pražská plynárenská Distribuce, a. s., Středočeská plynárenská Net, s. r. o., E. ON Distribuce, a. s., Severočeská plynárenská Net, s. r. o., Západočeská plynárenská Net, s. r. o., Východočeská Net, s. r. o., Jihomoravská plynárenská Net, s. r. o. a Severomoravská plynárenská Net, s. r. o. Kromě E. ON Distribuce, a. s. a Pražské plynárenské Distribuce, a. s. patří všechny ostatní regionální distribuční společnosti a přepravní společnost do plynárenské skupiny RWE Energy AG.

Trh s plynem se v České republice od plného otevření v roce 2007 dynamicky rozvíjel. K tradičním dodavatelům, jimiž bylo šest regionálních obchodníků s plynem ze skupiny RWE, skupiny E. ON a Pražská plynárenská, a. s., přibyli noví dodavatelé. Těmito novými dodavateli se staly společnosti, jenž mají přímé obchodní vztahy s producenty plynu, dále pak domácí producenti plynu a také poskytovatelé elektřiny dodávající i zemní plyn konečným zákazníkům. Největší podíl mezi novými dodavateli zaujímá společnost VEMEX, s. r. o. Níže uvedený graf znázorňuje podíl obchodu se zemním plynem jednotlivých dodavatelů.

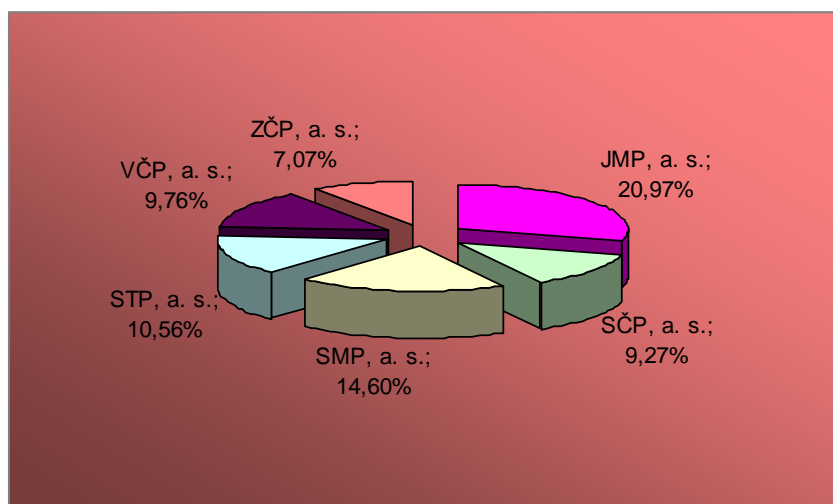
Graf č. 3.5 Podíl obchodu se zemním plynem v ČR v roce 2008



Zdroj: Národní zpráva ČR o elektroenergetice a plynárenství (2008)

Společnost Severomoravská plynárenská, a. s. se na trhu se zemním plynem v České republice potýká celkově se sedmi hlavními konkurenty. V rámci skupiny RWE se jedná o pět hlavních konkurentů, kterými je Severočeská plynárenská, a. s., Středočeská plynárenská, a. s., Východočeská plynárenská, a. s., Západočeská plynárenská, a. s. a Jihomoravská plynárenská, a. s. Pokud by byla hodnocena konkurence existující mimo skupinu RWE jednalo by se o Pražskou plynárenskou, a. s. a E. ON, a. s. Na níže uvedeném grafu jsou patrné podíly jednotlivých konkurenčních společností v rámci koncernu RWE.

Graf č. 3.6 Podíly obchodníků ze zemním plynem v ČR v rámci skupiny RWE



3.2.3 Swot analýza

Pomocí této analýzy je možné identifikovat silné a slabé stránky společnosti, které vyplývají z vnitřního prostředí společnosti a vytvářejí nebo naopak snižují její vnitřní hodnotu. Dále tato analýza zkoumá příležitosti a ohrožení, které plynou z vnějšího okolí společnosti.

3.2.3.1 Silné stránky

Předností společnosti Severomoravská plynárenská, a. s. je skutečnost, že se jedná o spolehlivého a úspěšného dodavatele zemního plynu v rámci regionu. Svoji zásluhu na tom má pravidelné zveřejňování informací o činnosti této společnosti prostřednictvím tiskových zpráv, článků v celostátních a regionálních sdělovacích prostředcích i v odborném tisku. Další silnou stránkou je fakt, že je tato společnost součástí silného koncernu RWE, což je spojeno s výhodou možnosti financování svých potřeb pomocí cash poolingů v rámci této skupiny. To je také důvodem proč Severomoravská plynárenská, a. s. nevyužívá úvěrů a finančních výpomocí od bankovních subjektů.

3.2.3.2 Slabé stránky

Za slabou stránku lze považovat nutnost obnovy a rozvoje distribuční soustavy zemního plynu a dalšího vybavení, které byly v průběhu minulých let výrazně opomíjeny. Důsledkem každoročního provádění investic do modernizace vybavení je udržení současného postavení na trhu a také růst efektivity práce.

3.2.3.3 Příležitosti

Z hlediska vývoje společnosti je považováno za klíčovou příležitost pokračovat v rozvoji trhu, který je orientovaný na užití zemního plynu v dopravě. Dalším podstatným krokem je rozšiřování produktového portfolia této společnosti. Jednou z možných příležitostí je také zviditelnění se v rámci společných marketingových programů pod záštitou koncernu RWE. V oblasti komunikace znamená největší výzvu odstartování procesu rebrandingu, jehož

podstatou je zastřešení všech aktivit společností skupiny RWE v České republice pod novou obchodní značku, která přispěje k vytvoření jednotné image.

3.2.3.4 Ohrožení

Z obchodního hlediska se společnost může vyrovnávat s výrazným nárůstem cen zemního plynu zapříčiněným rekordními cenami ropy a ropných produktů na světových trzích. Dalším rizikem pro tuto společnost mohou být nadprůměrné teploty během zimního období, které způsobí pokles objemu prodeje plynu. Možným ohrožením je také ztráta podílu na trhu v souvislosti s otevíráním energetického trhu.

3.3 Finanční analýza

Finanční analýza společnosti Severomoravská plynárenská, a. s. byla provedena s využitím účetních výkazů podniku za období 2004 až 2008. V příloze č. 1 a č. 2 jsou shrnuty údaje z rozvahy, výkazu zisku a ztráty za výše uvedená období.

3.3.1 Analýza absolutních ukazatelů

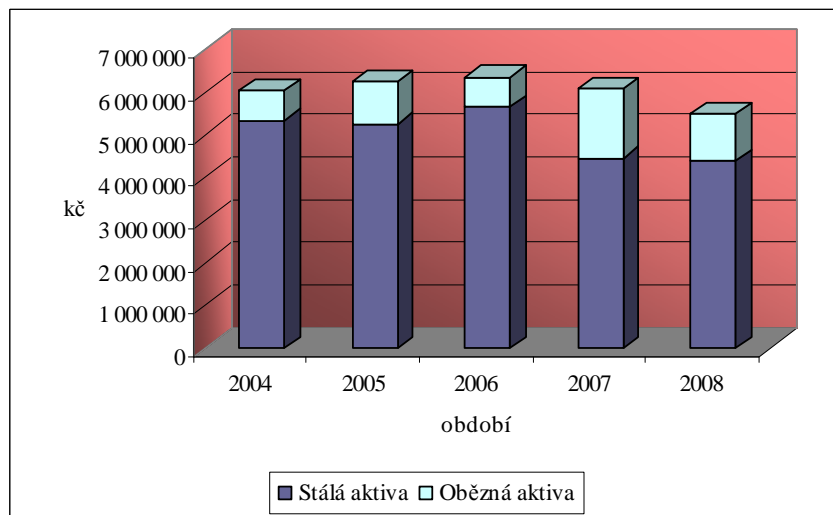
U této analýzy jsou porovnávány změny položek z účetních výkazů a vyčísleny procentní podíly jednotlivých položek aktiv, pasiv a výkazu zisku a ztráty k celku. Hodnoty pro tuto analýzu byly použity z příloh č. 3 až č. 6.

3.3.1.1 Analýza rozvahy

Z níže uvedeného grafu je patrné, že celková aktiva dané společnosti měla v první polovině sledovaného období mírný rostoucí trend. Od roku 2006 docházelo k pozvolnému snižování hodnoty celkových aktiv. Největší podíl na celkových aktivech zaujímal stálá aktiva, která měla v průběhu období proměnlivý vývoj. K nejvýraznější změně došlo mezi léty 2006 a 2007, kdy hodnota stálých aktiv poklesla téměř o 1 200 000 tis. Kč. Naproti tomu oběžná aktiva představují značně menší podíl na celkových aktivech společnosti. Jejich

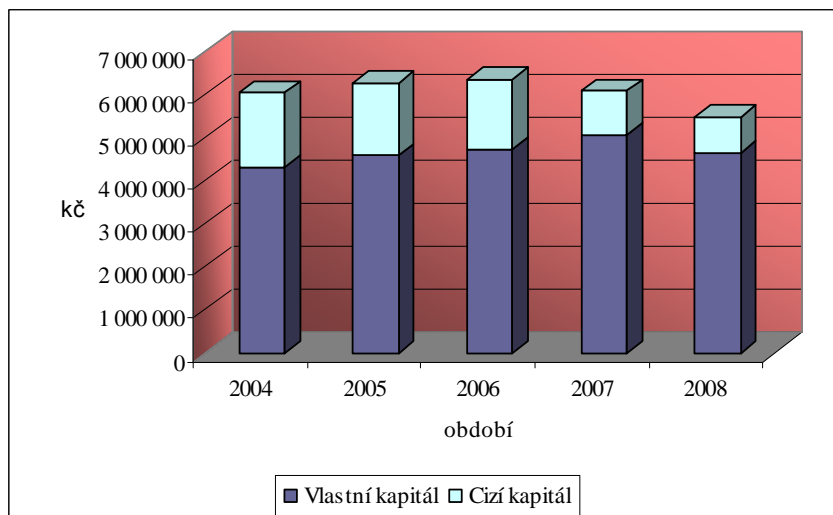
absolutní výše během analyzovaného období rovněž kolísala. Nejvyšší hodnoty oběžných aktiv bylo dosaženo v roce 2007.

Graf č. 3.7 Vývoj aktiv společnosti (v tis. Kč)



Při pohledu na vývoj pasiv znázorněném grafem č. 3.7 je zřejmé, že převážná část celkových pasiv je tvořena vlastním kapitálem. Vlastní kapitál se od počátku sledovaného období postupně zvyšoval až na 85 % z celkové hodnoty pasiv v roce 2008. Největší podíl na tomto nárůstu měl výsledek hospodaření běžného účetního období, který se postupně zvyšoval. Výjimkou je poslední rok analyzovaného období, kdy došlo ke snížení výsledku hospodaření téměř o polovinu. Cizí kapitál, který tvoří podstatně menší část celkových pasiv se s postupem doby pozvolna snižoval. Tento pokles byl způsoben především snižováním krátkodobých závazků.

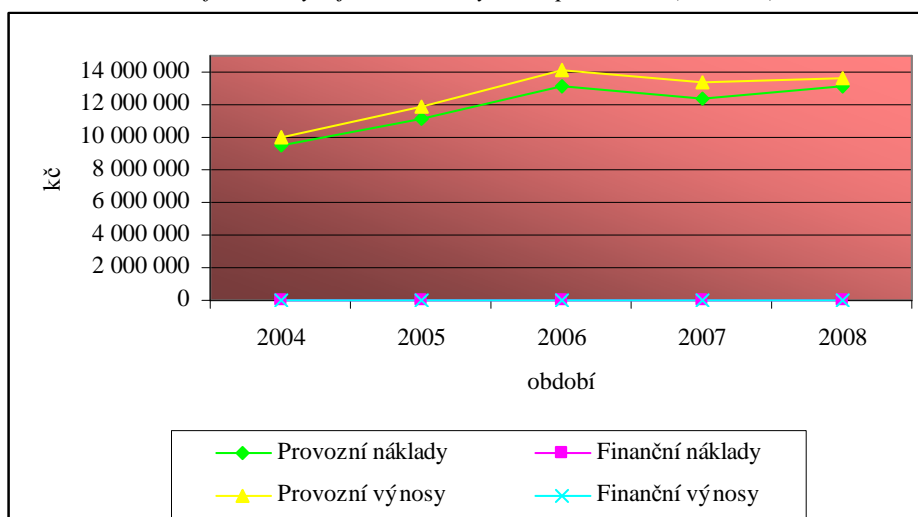
Graf č. 3.8 Vývoj pasiv společnosti (v tis. Kč)



3.3.1.2 Analýza výkazu zisku a ztráty

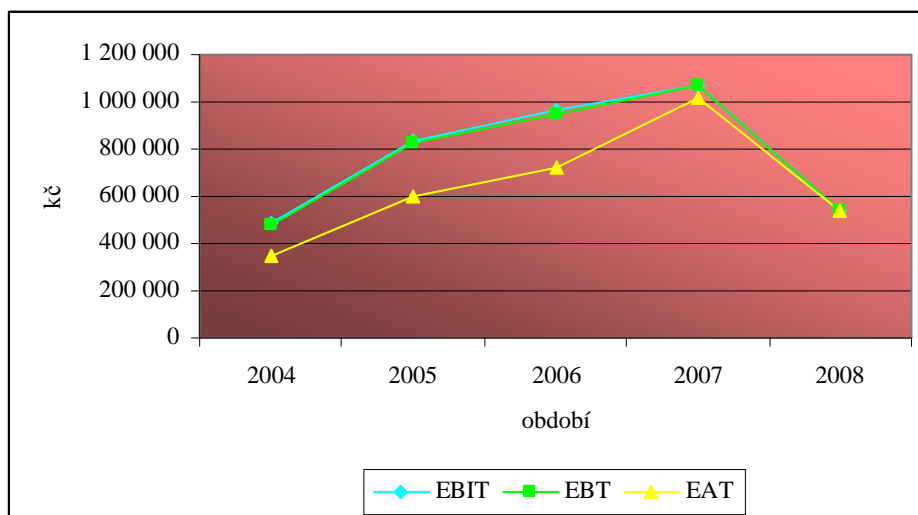
Výnosy i náklady společnosti Severomoravská plynárenská, a. s. mají v celém sledovaném období 2004 až 2008 podobný průběh. Z grafu č. 3.9 je zřejmé, že docházelo k pozvolnému zvyšování nákladů a výnosů. Výjimkou byl rok 2007, kdy došlo k mírnému poklesu těchto dvou položek. K největší meziroční změně nákladů a výnosů došlo mezi léty 2005 a 2006, kdy se celkové náklady zvýšily z 11 345 264 tis. Kč na 13 415 941 tis. Kč, tzn. o 18,25 % a výnosy se zvýšily z 11 948 252 tis. Kč na 14 148 053 tis. Kč, tzn. o 18,41 %. V oblasti výnosů byl hlavním důvodem této skutečnosti výrazný nárůst tržeb za prodej zemního plynu. Nárůst nákladů byl způsoben především zvýšením nákladů souvisejících z dodávkami zemního plynu.

Graf č. 3.9 Vývoj nákladů a výnosů společnosti (v tis. Kč)



Z níže uvedeného grafu je patrné, že výsledek hospodaření za účetní období společnosti Severomoravská plynárenská, a. s. nabýval v celém sledovaném období kladných hodnot. V letech 2004 až 2007 se hodnota výsledku hospodaření za účetní období postupně navýšila až na hodnotu 1 014 122 tis. Kč. V roce následujícím došlo k poklesu výsledku hospodaření za účetní období téměř o polovinu. Hlavním důvodem tohoto prudkého snížení byl úpadek některým firem papírenského průmyslu, jenž byl důsledkem světové ekonomické krize. Převážná část výsledku hospodaření za účetní období byla tvořena provozním hospodářským výsledkem a nepatrnou část tvořil výsledek hospodaření z finanční činnosti. V žádném ze sledovaných let společnosti nevznikaly mimořádné položky, tudíž ani výsledek hospodaření z mimořádné činnosti.

Graf č. 3.10 Vývoj výsledků hospodaření společnosti (v tis. Kč)



3.3.2 Analýza poměrových ukazatelů

Základním metodickým nástrojem finanční analýzy jsou tzv. poměrové ukazatele. Důvodem je skutečnost, že analýza poměrových ukazatelů vychází výlučně z informací ze základních účetních výkazů. Poměrový ukazatel se vypočítá jako poměr jedné nebo několika účetních položek základních účetních výkazů k jiné položce nebo k jejich skupině.

3.3.2.1 Ukazatele finanční stability a zadluženosti

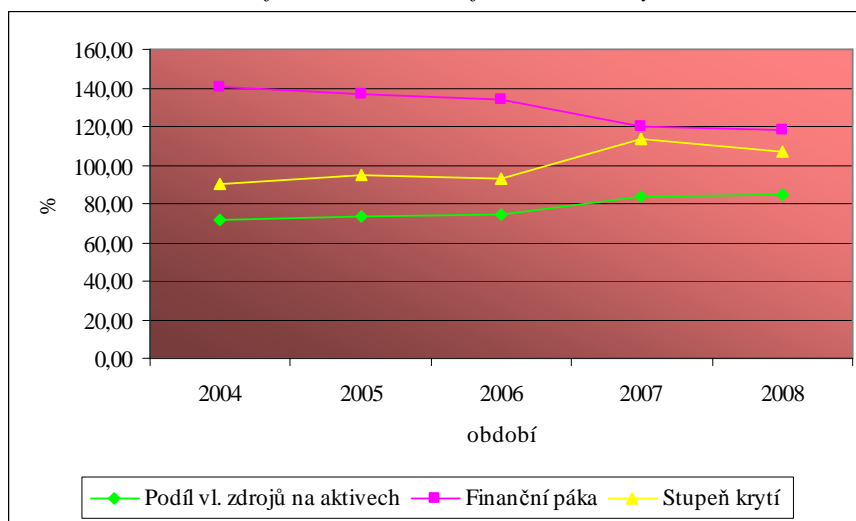
Pojem zadluženost vychází z předpokladu, že podnik k financování svých aktiv využívá cizí kapitál. Používání cizích zdrojů ovlivňuje jak výnosnost kapitálu akcionářů, tak i riziko podnikání.

Tab. č. 3.2 Ukazatele finanční stability

Ukazatel	Vzorec	Jedn.	2004	2005	2006	2007	2008
Podíl vl. zdrojů na aktivech	(2.1)	%	71,41	73,29	74,49	83,38	84,75
Stupeň krytí stálých aktiv	(2.2)	%	90,13	95,35	92,73	113,64	107,18
Majetkový koeficient	(2.3)	%	140,04	136,44	134,25	119,93	118,00

Z výše uvedené tabulky je zřejmé, že podíl vlastních zdrojů na aktivech má v průběhu sledovaného období rostoucí tendenci, což vypovídá o tom, že společnost využívá ke krytí majetku především vlastní zdroje. Hodnota ukazatele stupně krytí stálých aktiv se v prvních třech letech analyzovaného období pohybovala pod hranicí 100 %, což svědčí o tom, že ne všechna stálá aktiva jsou financována dlouhodobými zdroji. Majetkový koeficient by z dlouhodobého hlediska neměl mít prudký klesající charakter, což je v případě této společnosti splněno.

Graf č. 3.11 Ukazatele finanční stability

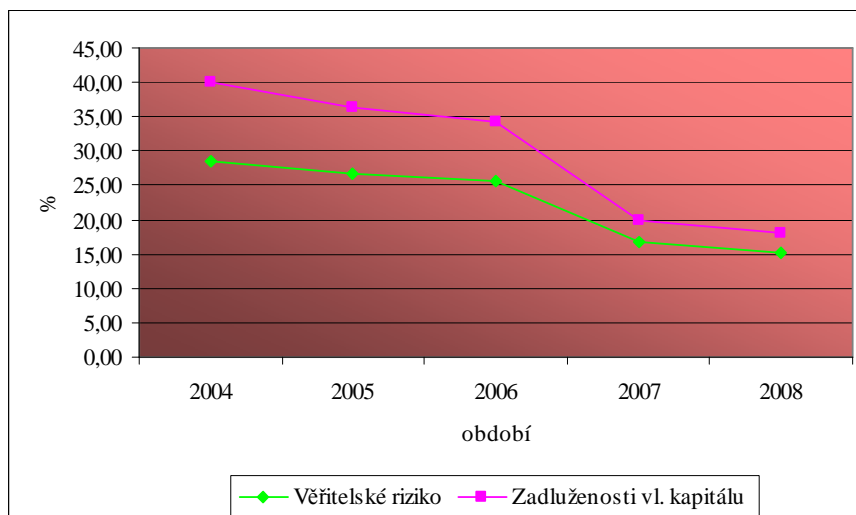


Tab. č. 3.3 Ukazatele zadluženosti

Ukazatel	Vzorec	Jedn.	2004	2005	2006	2007	2008
Celková zadluženost	(2.4)	%	28,59	26,71	25,51	16,62	15,25
Zadluženost vl. kapitálu	(2.5)	%	40,04	36,44	34,25	19,93	18,00

V průběhu analyzovaných let měla hodnota ukazatele celkové zadluženosti klesající trend, čemuž odpovídala rostoucí hodnota podílu vlastních zdrojů na aktivech, jak již bylo zmíněno v předchozím odstavci. Výše uvedená tabulka také naznačuje, že i v případě ukazatele zadluženosti vlastního kapitálu v průběhu sledovaného období je patrná klesající tendence. U obou těchto ukazatelů došlo k největšímu poklesu mezi roky 2006 a 2007.

Graf č. 3.12 Ukazatele zadluženosti



3.3.2.2 Ukazatele rentability

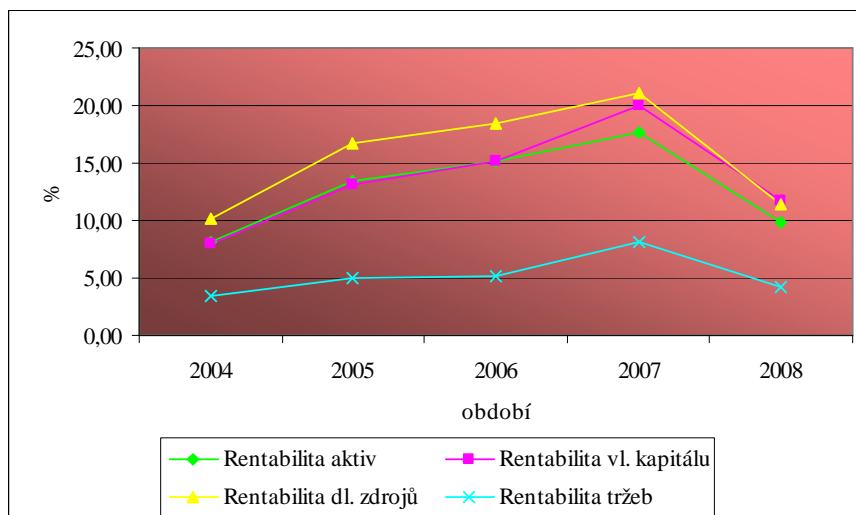
Ukazatele rentability se používají pro hodnocení a komplexní posouzení celkové efektivnosti činnosti a výdělkové schopnosti podniku, reprodukce a zhodnocení kapitálu vloženého do podniku a intenzity využívání majetku podniku.

Tab. č. 3.4 Ukazatele rentability

Ukazatel	Vzorec	Jedn.	2004	2005	2006	2007	2008
Rentabilita aktiv	(2.6)	%	8,10	13,42	15,21	17,60	9,82
Rentabilita v l. kapitálu	(2.7)	%	7,99	13,16	15,20	20,04	11,66
Rentabilita dl. zdrojů	(2.8)	%	10,14	16,76	18,44	21,09	11,45
Rentabilita tržeb	(2.9)	%	3,48	5,07	5,11	8,11	4,18

V rámci rentability mají všechny uvedené ukazatele v letech 2004 až 2007 rostoucí tendenci. Z níže uvedeného grafu je patrné, že nejvyšší hodnoty dosahovaly ukazatele rentability v roce 2007. Opačný vývoj naznačuje rok 2008, kdy došlo k prudkému poklesu všech těchto ukazatelů. Hlavním důvodem této skutečnosti, je výrazné snížení výsledku hospodaření za účetní období, jenž byl ovlivněn výsledkem hospodaření z provozní činnosti.

Graf č. 3.13 Ukazatele rentability



3.3.2.3 Ukazatele likvidity

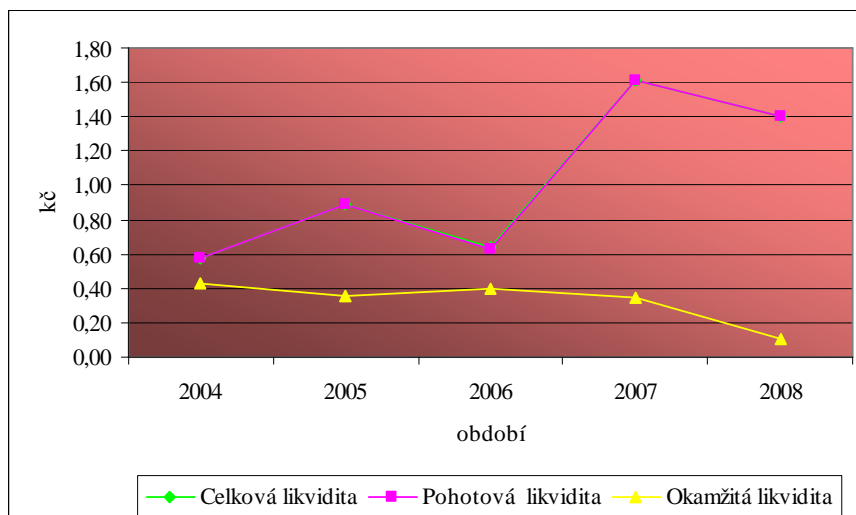
Podmínkou dlouhodobé existence podniku je nejen přiměřená výnosnost, ale také současně schopnost uhradit své potřeby. Likvidita je chápána jako schopnost podniku přeměnit svá aktiva na peněžní prostředky a těmi včas, v požadované podobě a místě krýt všechny splatné závazky.

Tab. č. 3.5 Ukazatele likvidity

Ukazatel	Vzorec	Jedn.	2004	2005	2006	2007	2008
Celková likvidita	(2.10)	Kč	0,58	0,89	0,64	1,62	1,40
Pohotová likvidita	(2.11)	Kč	0,57	0,89	0,63	1,62	1,40
Okamžitá likvidita	(2.12)	Kč	0,43	0,36	0,40	0,35	0,11

Úroveň všech tří ukazatelů likvidity je v prvních třech letech sledovaného období nízká a nedosahuje doporučených hodnot. Z grafu č. 3.14 je také patrné, že ukazatel pohotovosti kopíruje průběhu ukazatele celkové likvidity, a to z důvodu, že v jednotlivých letech zásoby tvoří nepatrnou část oběžných aktiv. Při posuzování ukazatelů likvidity je třeba si uvědomit, že nelze srovnávat vypočtené hodnoty s doporučenými hodnotami, ale důležité je srovnání s jinými společnostmi v odvětví.

Graf č. 3.14 Ukazatele likvidity



3.3.2.4 Ukazatele aktivity

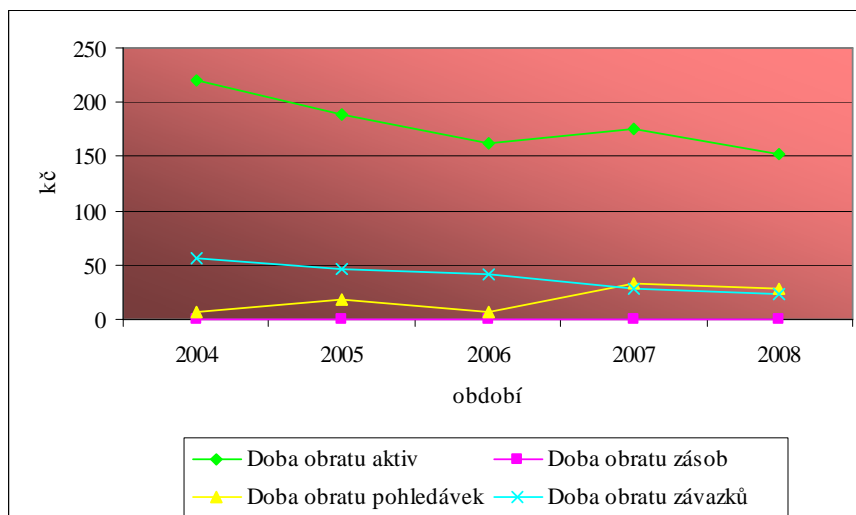
Ukazatele aktivity jsou využívány zejména pro řízení aktiv. Informují o využívání jednotlivých majetkových částí a představují jeden ze základních činitelů efektivity, který má vliv na ukazatele ROA i ROE.

Tab. č. 3.6 Ukazatele aktivity

Ukazatel	Vzorec	Jedn.	2004	2005	2006	2007	2008
Doba obratu aktiv	(2.13)	dny	220	189	162	175	152
Doba obratu zásob	(2.14)	dny	0,22	0,10	0,19	0,00	0,00
Doba obratu pohledávek	(2.15)	dny	6	18	6	34	27
Doba obratu závazků	(2.16)	dny	57	47	41	29	23

Ukazatele aktivity po celé sledované období mají proměnlivý vývoj. Z tabulky č. 3.6 je zřejmé, že doba obratu aktiv nabývá vysokých hodnot a růst tohoto ukazatele může být pro společnost nežádoucí. Naopak pro podnik je příznivá skutečnost, že doba splatnosti pohledávek je nižší než doba splatnosti závazků, čímž je částečně zajištěna likvidita podniku. Pozitivní je také, že doba obratu zásob dosahuje velmi nízkých hodnot po celé sledované období.

Graf č. 3.15 Ukazatele aktivity



3.3.3 Souhrnné modely hodnocení finanční úrovně

Tyto modely jsou specifickými metodami ve finančních analýzách, jejichž smyslem je vyjádřit úroveň finanční situace a výkonnost společnosti jedním číslem. Tyto modely můžeme rozdělit do dvou skupin, a to na modely bankrotní a modely ratingové. Pro vyhodnocení finanční situace společnosti Severomoravská plynárenská, a. s. byl vybrán v rámci bankrotních modelů Taflerův model a index důvěryhodnosti IN. Oblast ratingových modelů je v tomto případě zastoupena Kralickovým-Quick testem.

3.3.3.1 Bankrotní modely

Bankrotní modely slouží k rozhodování nejen v současnosti, ale zaměřují se také na budoucnost dané společnosti. Pomocí těchto modelů provádíme analýzu, která se snaží odhadovat budoucí vývoj firmy a především upozornit na nebezpečí bankrotu.

Taflerův model

Tento model je založen na indikátorech, které odrážejí zásadní charakteristiky platební neschopnosti společnosti. Níže uvedená tabulka znázorňuje Taflerův model za období 2004 až 2008.

Tab. č. 3.7 Taflerův model

Položka	2004	2005	2006	2007	2008
EBT/krátkodobé závazky	0,40	0,73	0,86	1,07	0,69
Oběžná aktiva/závazky celkem	0,44	0,65	0,44	1,61	1,31
Krátkodobé závazky/aktiva celkem	0,26	0,25	0,25	0,16	0,15
Fin.majetek/(prov.náklady - odpisy)	0,06	0,04	0,04	0,03	0,01
Z_T	0,33	0,52	0,57	0,81	0,56

Tento model naznačuje, že společnost dosahovala nízké pravděpodobnosti bankrotu, neboť v průběhu sledovaného období byla hodnota vyšší než 0.

Index důvěryhodnosti IN

Je vhodný pro roční hodnocení finančního zdraví společnosti. Výhodou indexu IN spočívá v jednoduchosti jeho použití, a to pro každou společnost. Pomocí vah dává význam jednotlivým poměrovým ukazatelům a je sestaven přímo pro české podnikatelské prostředí. V případě společnosti Severomoravská plynárenská, a. s. byly použity váhy pro sektor rozvod elektřiny, vody a zemního plynu.

Tab. č. 3.8 Index důvěryhodnosti IN

Ukazatel	2004	2005	2006	2007	2008
Aktiva celkem/cizí zdroje	3,50	3,74	3,92	6,02	6,56
EBIT/nákladové úroky	34,52	63,11	63,97	534182,00	287,44
EBIT/aktiva celkem	0,08	0,13	0,15	0,18	0,10
Tržby/aktiva celkem	1,64	1,90	2,22	2,06	2,37
Oběžná aktiva/krátkodobé závazky	0,58	0,89	0,64	1,62	1,40
Závazky po lhůtě splatnosti/tržby	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Hodnocení	7,33	11,89	12,61	58 766,39	36,57

V průběhu celého sledovaného období se hodnota indexu důvěryhodnosti IN pohybovala nad hodnotou 2, což signalizuje skutečnost, že společnost byla v jednotlivých letech finančně stabilní a nepotýkala se tak s hrozbou bankrotu.

3.3.3.2 Ratingové modely

Jedná se o diagnostické modely, jenž odpovídají na otázku, zda je na tom daná společnost finančně dobře nebo finančně špatně. Bonitní modely jsou narození od bankrotních modelů založeny převážně na teoretických poznatcích. Umožňují zhodnotit postavení společnosti i v porovnání s větším souborem porovnávaných podnikatelských subjektů v rámci odvětví.

Kralickuv Quick-test

Tento model umožňuje rychlé a jednoduché hodnocení společnosti s poměrně velmi dobrou vypovídací schopností. U tohoto modelu jsou obodovány intervaly hodnot pro jednotlivé ukazatele. Souhrnné hodnocení je stanoveno prostřednictvím kritéria váženého průměru.

Tab. č. 3.9 Kralickuv Quick-test

Ukazatel	2004	2005	2006	2007	2008
R1 - Vlastní kapitál/aktiva celkem	0,71	0,73	0,74	0,83	0,85
Hodnocení	4	4	4	4	4
R2 - (dluhy celkem-PP) provozní CF	2,31	2,38	0,94	1,02	1,48
Hodnocení	4	4	4	4	4
R3 - EBIT/aktiva celkem	0,08	0,13	0,15	0,18	0,10
Hodnocení	2	3	4	4	2
R4 - Provozní CF/provozní výnosy	0,05	0,04	0,09	0,05	0,04
Hodnocení	2	1	2	2	1

Výše uvedená tabulka naznačuje, že u prvních dvou sledovaných ukazatelů společnost Severomoravská plynárenská, a. s. dosáhla v jednotlivých letech nejvyššího bodového hodnocení. V případě zbývajících dvou ukazatelů je bodové hodnocení v jednotlivých letech rozličné. Především u posledního ukazatele je patrné nízké bodové hodnocení.

Tab. č. 3.10 Kralickuv Quick-test

Rok	Finanční stabilita	Výnosová situace	Souhrnné hodnocení
	$(R1+R2)/2$	$(R3+R4)/2$	$(FS+VS)/2$
2004	4,00	2,00	3,00
2005	4,00	2,00	3,00
2006	4,00	3,00	3,50
2007	4,00	3,00	3,50
2008	4,00	1,50	2,75

Na základě výše uvedené tabulky je možné usoudit, že společnost Severomoravská plynárenská, a. s. udržovala v průběhu celého sledovaného období dobrou finanční pozici. Svědčí o tom zejména léta 2006 a 2007, kdy kritérium přesahovalo hodnotu 3 bodů.

3.4 Návrh dlouhodobého finančního plánu

Dlouhodobý finanční plán společnosti Severomoravská plynárenská, a. s. byl sestaven na období 2009 až 2013. Při jeho sestavování se vycházelo z budoucího podnikatelského záměru této společnosti a očekávaných tržních podmínek. Severomoravská plynárenská, a. s. je plynárenskou společností, která působí v regionu severní Moravy a v kraji Moravskoslezském, Zlínském, Olomouckém a také v oblasti Vsetínska. Jejím hlavním předmětem činnosti je nákup a prodej zemního plynu všem kategoriím zákazníků od největších průmyslových podniků přes drobné podnikatele a živnostníky až k domácnostem. Úmyslem této společnosti do budoucna je zajistit zkvalitnění služeb jejím zákazníkům. Nadále bude pokračovat v nastoleném trendu rozšiřování produktového portfolia a to i s ohledem na to, že bude docházet ke zvyšování intenzity aktivit konkurence. Velký důraz bude kladen na zkvalitňování obsluhy všech zákaznických segmentů.

3.4.1 Plán rozvahy

Plán dlouhodobého majetku

V rámci položky dlouhodobý hmotný majetek, do něhož jsou zařazeny pozemky, budovy a strojní zařízení, můžeme v průběhu minulých let sledovat klesající trend, který v průměru činil 40 %. V nadcházejícím období se předpokládá pokračující meziroční pokles tohoto majetku, avšak v daleko menší míře, jenž činí 8 %.

U položky dlouhodobý nehmotný majetek, která je tvořena programovým vybavením bude předpokládán v prvních dvou letech sledovaného období pokles o 1 % a v následujícím období bude docházet k pozvolnému každoročnímu nárůstu této položky o 3 %. Důvodem je spuštění systému, který umožní vzdálenou správu pracovních stanic, softwarovou a hardwarovou inventarizaci. Neméně důležitý bude také upgrade systémů SAP, jehož cílem je povýšení jednotlivých verzí systému a rozšíření jejich funkcionality.

V rámci položky dlouhodobý finanční majetek můžeme v průběhu analyzovaného období sledovat její postupný nárůst. Hlavním důvodem tohoto vývoje jsou plánované investice, které se týkají výstavby a obnovy plynárenského zařízení. Významné jsou také plánované investice do projektů týkající se rozvoje užití zemního plynu v dopravě.

V případě položky odložená daňová pohledávka společnost předpokládá nulovou hodnotu v průběhu celého plánovaného období.

Tab. č. 3.11 Plán dlouhodobého majetku (v tis. Kč)

Položka	2009	2010	2011	2012	2013
Dlouhodobý majetek	5 117 393	5 924 043	6 614 640	7 261 702	8 144 830
Dl. hmotný majetek	116 124	106 834	98 288	90 425	83 191
Dl. nehmotný majetek	512	507	522	538	554
Dl. finanční majetek	5 000 757	5 816 702	6 515 831	7 170 740	8 061 086
Odložená daň. pohledávka	0	0	0	0	0

Plán oběžných aktiv

V průběhu minulého období společnost udržovala nízký stav zásob, což je dáno charakterem odvětví. Tyto zásoby byly tvořeny především materiálem potřebným k investiční výstavbě a udržování plynárenského zařízení. V nadcházejícím období se předpokládá, že společnost nebude tvořit žádné zásoby.

Obchodní a jiné pohledávky v průběhu prvních tří let sledovaného období budou meziročně klesat o 17 %. Poté se očekává, že by mělo docházet k pozvolnému každoročnímu nárůstu této položky o 2 %.

Položky deriváty a pohledávky z titulu nevyfakturovaných dodávek budou v průběhu plánovaného období na nulové úrovni.

V případě ostatních daňových pohledávek se předpokládá, že do roku 2011 dojde k jejich meziročnímu poklesu o 12 % a posléze se hodnota těchto pohledávek bude každoročně zvyšovat o 8 %.

V rámci peněz a peněžních ekvivalentů se vycházelo z budoucího výhledu společnosti Severomoravská plynárenská, a. s. V rámci této položky mohou být vykazovány také peněžní prostředky čerpané formou roll-over půjček v rámci cash-poolingu k financování potřeb společnosti. Tato skutečnost je také důsledkem toho, že tato společnost nečerpá úvěry a finanční výpomoci od bankovních subjektů.

Dlouhodobá aktiva držená k prodeji budou po celé plánované období rovněž vykazovat nulovou hodnotu.

Tab. č. 3.12 Plánovaná oběžná aktiva (v tis. Kč)

Položka	2009	2010	2011	2012	2013
Oběžná aktiva	1 106 628	1 082 777	1 185 713	1 298 686	1 143 954
Zásoby	0	0	0	0	0
Obchodní a jiné pohledávky	699 776	580 814	482 076	491 717	501 552
Deriváty	0	0	0	0	0
Nevyfakturované pohledávky	0	0	0	0	0
Ostatní daň. pohledávky	124 183	109 281	96 167	103 861	112 170
Peníze a peněžní ekvivalenty	282 669	392 682	607 470	703 108	530 233
Dl. aktiva držená k prodeji	0	0	0	0	0

Plán vlastních zdrojů

Základní kapitál společnosti bude kopírovat přecházející vývoj a v průběhu plánovaného období nedojde v rámci této položky k žádné změně. Hodnota základního kapitálu bude tedy činit 2 069 728 tis. Kč

Společnost ze zákona vytváří rezervní fond. Minimální výše tohoto fondu je stanovena na hodnotu 20 % z dosaženého výsledku hospodaření za účetní období, avšak nesmí přesáhnout 10 % z hodnoty základního kapitálu. V nadcházejícím období se předpokládá, že rezervní fond bude každoročně doplňován 10 % z dosažené hodnoty výsledku hospodaření za účetní období.

Zároveň také Severomoravská plynárenská, a. s. vytváří ostatní kapitálové fondy, jejichž výše bude každoročně doplňována 25 % z hodnoty dosaženého čistého zisku.

Výsledek hospodaření minulých let bude tvořen zbývajících částí dosaženého hospodářského výsledku za účetní období po úhradě do zákonného rezervního fondu a ostatních fondů tvořených ze zisku.

Výsledek hospodaření za účetní období je převzat z výkazu zisku a ztráty.

Tab. č. 3.13 Plánované vlastní zdroje (v tis. Kč)

Položka	2009	2010	2011	2012	2013
Vlastní kapitál	5 338 411	5 991 715	6 613 767	7 170 047	7 653 740
Základní kapitál	2 069 728	2 069 728	2 069 728	2 069 728	2 069 728
Rezervní fond	436 651	506 460	571 790	633 996	689 624
Ostatní kapitálové fondy	589 259	763 781	927 107	1 082 620	1 221 690
HV minulých let	1 544 684	1 998 442	2 423 090	2 827 423	3 189 005
HV běžného účetního období	698 090	653 304	622 051	556 280	483 693

Plán cizích zdrojů

Rezervy společnosti jsou tvořeny krátkodobými a dlouhodobými rezervami. Především se jedná o ostatní rezervy. V minulém období měly tyto položky klesající charakter. Pro plánovaného období se předpokládá, že hodnota krátkodobých rezerv se každoročně bude zvyšovat o 40 %. V rámci dlouhodobých rezerv je plánován meziroční nárůst o 60 %. Bude se jednat převážně o rezervy spojené s procesem restrukturalizace společnosti.

V rámci cizích zdrojů financování společnost vykazuje položku deriváty, kterou opět člení na dlouhodobé a krátkodobé. V rámci dlouhodobých derivátů se předpokládá konstantní hodnota ve výši 54 699 tis. Kč. Krátkodobé deriváty budou po celé nadcházející období vykazovat nulovou hodnotu.

Ostatní dlouhodobé závazky, jenž představují povinnost z titulu finančního leasingu a položka odložený daňový závazek budou v plánovaném období vykazovat nulovou hodnotu.

Tab. č. 3.14 Plánované dlouhodobé závazky a rezervy (v tis. Kč)

Položka	2009	2010	2011	2012	2013
Dl. závazky a rezervy	54 973	55 083	55 237	55 452	55 753
Rezervy	274	384	538	753	1 054
Deriváty	54 699	54 699	54 699	54 699	54 699
Ostatní dl. závazky	0	0	0	0	0
Odložený daň. závazek	0	0	0	0	0

U položky závazky z obchodního styku a jiné závazky je předpoklad konstantního meziročního růstu ve výši 12 % po celé plánované období.

Přijaté zálohy související s nákupem zemního plynu v průběhu prvních dvou let plánovaného období budou meziročně narůstat o 17 % a následně by mělo dojít ke zvýšení tohoto meziročního tempa na 22 %.

Splatná daň z příjmů po celé plánované období bude kopírovat rok 2008, kdy tato položka snížila na nulovou hodnotu.

V případě ostatních daňových závazků společnost předpokládá v letech 2009 a 2010 meziroční nárůst o 21 % a poté dojde ke zrychlení tempa růstu na hodnotu 26 %.

U ostatních finančních závazků je v období 2009 až 2011 předpoklad každoročního růstu o 30 %, poté by mělo dojít k mírnému zpomalení rostoucího tempa na hodnotu 28 %.

Položka závazky vyřazované skupiny držené k prodeji budou po celé plánované období vykazovat nulovou hodnotu.

Tab. č. 3.15 Plánované krátkodobé závazky a rezervy (v tis. Kč)

Položka	2009	2010	2011	2012	2013
Kr. závazky a rezervy	830 637	960 021	1 131 351	1 334 890	1 579 292
Rezervy	646	1 034	1 655	2 648	4 236
Závazky z obch. styku	428 732	480 179	537 801	602 337	674 617
Deriváty	0	0	0	0	0
Přijaté zálohy	317 561	371 547	453 287	553 010	674 673
Splatná daň z příjmů	0	0	0	0	0
Ostatní daň. závazky	17 172	20 779	26 181	32 988	41 565
Ostatní fin. závazky	66 525	86 482	112 427	143 907	184 201
Závazky vyřaz. skupiny	0	0	0	0	0

3.4.2 Plán výkazu zisku a ztráty

Plán nákladů

Jednou z nejvýznamnějších položek v oblasti nákladů je položka nakoupený plyn, a to z toho důvodu, že představuje největší podíl na celkových nákladech společnosti. Hodnota této položky byla pro nadcházející období odvozena na základě procentního podílu těchto nákladů na tržbách. Pro plánované období se tedy předpokládá, že položka nakoupený plyn bude činit 94 % tržeb společnosti. Výše této hodnoty se odvíjela především od roku 2008, kde položka nakoupený plyn činila 97 % z celkové hodnoty tržeb.

V oblasti osobních nákladů v předcházejícím období docházelo k jejich postupnému poklesu. Výrazný propad těchto nákladů byl zaznamenán mezi léty 2007 a 2008. Hlavní příčinou tohoto vývoje byla změna organizační a profesní struktury společnosti. K těmto změnám došlo z důvodu toho, že společnost Severomoravská plynárenská, a. s. 1. ledna 2007 vyčlenila část své činnosti související s distribucí zemního plynu do dceřiné společnosti Severomoravská plynárenská Net, s. r. o. U těchto nákladů se v prvních dvou plánovaných letech předpokládá meziroční pokles o 2 %. Poté bude docházet k mírnému každoročnímu zvyšování této položky o 3 %.

Hodnota odpisů v minulých letech činila v průměru 10,05 % z hodnoty dlouhodobého majetku a i nadále se bude vyvíjet v tomto trendu.

Rezervy v průběhu jednotlivých plánovaných let budou čerpány v plné výši, v níž budou na počátku roku vytvořeny.

Ostatní provozní náklady se v průběhu předcházejícího období vyvíjely nepravidelně, a proto je předpokládán v prvních třech letech plánovaného období jejich meziroční pokles o 5 % a posléze bude docházet k nárůstu těchto nákladů o 8 % každý rok.

Finanční náklady byly stanoveny na základě průměrné výše procentního podílu těchto nákladů na tržbách společnosti v předcházejícím období, jehož hodnota činila 0,08 %.

Tab. č. 3.16 Plánované náklady (v tis. Kč)

Položka	2009	2010	2011	2012	2013
Nakoupený plyn	12 323 508	12 471 390	12 621 047	12 772 499	12 925 769
Osobní náklady	22 191	21 747	22 400	23 072	23 764
Odpisy stálých aktiv	11 720	10 786	9 928	9 140	8 415
Čerpání rezerv	921	1 418	2 193	3 401	5 290
Ostatní provozní náklady	427 395	406 025	385 724	416 581	449 908
Finanční náklady	9 876	9 995	10 115	10 236	10 359

Plán výnosů a hospodářských výsledků

Položka tržby v sobě zahrnuje výnosy související s prodeje zemního plynu, tepelné energie a rovněž výnosy týkající se distribuce plynu. Vývoj této položky v následujících letech byl odvozen na základě předpokládané spotřeby zemního plynu v období od roku 2009 do roku 2018. V průběhu nadcházejících let se tedy předpokládá, že se tržby budou meziročně zvyšovat o 1,2 %.

Ostatní provozní výnosy se v průběhu minulých let vyvíjely nepravidelně, neboť docházelo střídavě k jejich růstu a následně poklesu. V nadcházejících letech se u těchto výnosů předpokládá konstantní meziroční pokles o 20 %.

Finanční výnosy pro plánované období jsou stanoveny ve výši průměrného podílu této položky na krátkodobém finančním majetku, který činí 7,58 %.

Tab. č. 3.17 Plánované výnosy (v tis. Kč)

Položka	2009	2010	2011	2012	2013
Tržby	13 110 115	13 267 436	13 426 646	13 587 765	13 750 818
Ostatní provozní výnosy	534 843	427 875	342 300	273 840	219 072
Finanční výnosy	21 424	29 761	46 040	53 289	40 187

Plánovaný hospodářský výsledek, kterého společnost v jednotlivých letech dosáhne, bude zdaněn příslušnou sazbou daně, která je platná pro daný rok. Sazba daně ze zisku činí v roce 2009 20 %. Od roku 2010 do roku 2013 se předpokládá daň na úrovni 19 %.

Tab. č. 3.18 Plánovaný hospodářský výsledek (tis. Kč)

Položka	2009	2010	2011	2012	2013
Daňová sazba	20%	19%	19%	19%	19%
Hospodářský výsledek před zdaněním	872 613	806 548	767 965	686 766	597 152
Daň z příjmů	174 403	153 069	145 644	130 069	112 813
Hospodářský výsledek po zdanění	698 090	653 304	622 051	556 280	483 693

4 Aplikace vybraných metod pro ocenění a zhodnocení výsledků

Cílem této kapitoly je stanovit hodnotu vlastního kapitálu společnosti Severomoravská plynárenská, a. s. Ocenění vlastního kapitálu společnosti pomocí vybraných metod bude provedeno k 1. 1. 2009. Zvolenými metodami jsou metoda DCF-Equity a metoda kapitalizovaných zisků. V rámci metody kapitalizovaných zisků bude použita jak paušální, tak analytická verze.

4.1 Stanovení nákladů na kapitál

Před samotným určením hodnoty vlastního kapitálu společnosti Severomoravská plynárenská, a. s. je nutné nejprve stanovit náklady vlastního kapitálu. K vymezení těchto nákladů byla využita stavebnicová metoda Ministerstva průmyslu a obchodu a dále model CAPM.

4.1.1 Výpočet nákladů vlastního kapitálu stavebnicovou metodou dle MPO

Ke stanovení výše nákladů vlastního kapitálu je nejprve potřebné zjistit hodnotu průměrných vážených nákladů nezadlužené firmy $WACC_U$. Výpočet těchto nákladů je založen na součtu bezrizikové sazby a jednotlivých přirážek za určité aspekty rizika viz (2.32).

Výše bezrizikového výnosu R_F v sobě nezahrnuje prémii za riziko a bývá stanovena na úrovni výnosové míry z bezrizikových cenných papírů. V tomto případě byla sazba určena jako výnos do doby splatnosti státních dluhopisů² s příslušnou dobou splatnosti. Hodnota tohoto výnosu pro období 2009 až 2013 je uvedena v tabulce č. 4.1.

Tab. č. 4.1 Vývoj bezrizikové sazby

Bezriziková sazba	2008	2009	2010	2011	2012	2013
R_F	2,26%	2,41%	1,30%	1,50%	2,33%	2,71%

²www.patria.cz

Pro stanovení rizikové přírážky R_{LA} , která charakterizuje velikost podniku je nejdůležitější velikost úplatných zdrojů. V případě společnosti Severomoravská plynárenská, a. s. je velikost úplatných zdrojů představována hodnotou vlastního kapitálu, neboť společnost nevyužívala bankovních úvěrů a ani neemitovala dluhopisy. Velikost této rizikové přírážky je stanovena po celé období ve výši 0 % a to z důvodu, že hodnota vlastního kapitálu je vyšší než 3 000 000 tis. Kč.

Tab. č. 4.2 Vývoj rizikové přírážky za velikost podniku

RP za velikost podniku	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Úplatné zdroje (tis. Kč)	4 640 321	5 338 411	5 991 715	6 613 767	7 170 047	7 653 740
R_{LA}	0%	0%	0%	0%	0%	0%

Pro stanovení rizikové přírážky $R_{podnikatelské}$ charakterizující produkční sílu je nutné vypočítat ukazatel finanční analýzy, který je dán poměrem velikosti provozního zisku k celkovým aktivům. Tento ukazatel je zapotřebí porovnat s ukazatelem X_1 vyplývající ze vzorce (2.34). Poněvadž společnost nečerpala žádné bankovní úvěry ani neemitovala obligace vykazuje tento ukazatel po celé období nulovou hodnotu a proto je riziková přírážka stanovena ve výši 0 %.

Tab. č. 4.3 Vývoj rizikové přírážky za obchodní riziko

RP za obch. podnik. riziko	2008	2009	2010	2011	2012	2013
EBIT/A	9,82%	14,18%	11,65%	9,97%	8,14%	6,54%
X_1	0	0	0	0	0	0
$R_{podnikatelské}$	0%	0%	0%	0%	0%	0%

Poslední riziko, jenž zohledňuje finanční stabilitu, porovnává celkovou likviditu podniku s průměrnou likviditou odvětví. V sektoru výroba a rozvod elektřiny, plynu a vody činila průměrná likvidita 1,2³, proto byla pro výpočet rizikové přírážky použita hodnota 1,25. V roce 2008 a 2009 je hodnota této přírážky nulová, neboť celková likvidita společnosti je vyšší než průměrná hodnota odvětví. V letech 2010 a 2011 byla výše přírážky vypočtena dle vzorce (2.36).

³www.mpo.cz

V následujících letech je přírážka stanovena ve výši 10 %, neboť celková likvidita společnosti byla nižší než průměrná hodnota v rámci odvětví.

Tab. č. 4.4 Vývoj rizikové přírážky z finanční stability

RP z finanční stability	2008	2009	2010	2011	2012	2013
OA/KZ	1,40	1,33	1,13	1,05	0,97	0,73
XL	1,25	1,25	1,25	1,25	1,25	1,25
$R_{finstab}$	0%	0 %	0,01%	0,03%	10 %	10 %

Na základě výsledků v tab. č. 4.2 – 4.4 lze vyčíslit výslednou hodnotu vážených průměrných nákladů nezadlužené firmy $WACC_U$ podle vztahu (2.32). Jejich hodnotu znázorňuje níže uvedená tabulka č. 4.5.

Tab. č. 4.5 Vývoj WACC nezadlužené společnosti

WACC nezadl. firmy	2008	2009	2010	2011	2012	2013
$WACC_U$	2,26%	2,41%	1,31%	1,53%	12,33%	12,71%

Náklady vlastního kapitálu jsou následně vypočteny dle vztahu (2.37). Výpočet těchto nákladů je znázorněn v tabulce č. 4.6, kde jsou také uvedeny všechny potřebné mezivýpočty.

Tab. č. 4.6 Výpočet nákladů na vlastní kapitál nezadlužené společnosti

Náklady na VK nezadl. firmy	2008	2009	2010	2011	2012	2013
$WACC_U \cdot (UZ/A)$	0,04	0,04	0,01	0,01	0,10	0,10
$(1-d) \cdot U/(BU+OBL)$	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
$UZ/A - VK/A$	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
VK/A	0,85	0,86	0,86	0,85	0,84	0,82
R_E^U	2,26%	2,41%	1,31%	1,53%	12,33%	12,71%

Vzhledem k tomu, že daná společnost je poměrně stabilní a má k dispozici vysoký kapitál, přírážky za jednotlivá rizika mají až na určité výjimky nulovou hodnotu, jak už bylo zmíněno dříve. Z tohoto důvodu vykazují náklady na vlastní kapitál nižší hodnotu.

4.1.2 Výpočet nákladů vlastního kapitálu modelem CAPM

Náklady vlastního kapitálu pomocí modelu oceňování kapitálových aktiv CAPM byly vypočteny na základě vzorce (2.38). Pro bezrizikovou sazbu byly použity odhady výnosu do splatnosti státních dluhopisů, jejichž výše je patrná z následující tabulky. Beta koeficient pro nezádluženou firmu pro odvětví výroba a rozvod elektřiny, plynu a vody byl zjištěn na úrovni 1,26⁴. Tento koeficient byl přepočítán na betu zadlužené společnosti pomocí vztahu (2.39). Riziková přírážka, která představuje rozdíl mezi bezrizikovou sazbou a tržním výnosem je vymezena na úrovni 5 %⁵. Tabulka č. 4.7 podává přehled o všech položkách potřebných k výpočtu nákladů vlastního kapitálu.

Tab. č. 4.7 Výpočet nákladů na vlastní kapitál metodou CAPM

Náklady VK	2008	2009	2010	2011	2012	2013
R_F	2,26%	2,41%	1,30%	1,50%	2,33%	2,71%
$E(R_M) - R_F$	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%
β_U	1,26	1,26	1,26	1,26	1,26	1,26
D	835 038	885 610	1 015 104	1 186 588	1 390 341	1 635 045
E	4 640 321	5 338 411	5 991 715	6 613 767	7 170 047	7 653 740
β_L	1,44	1,43	1,43	1,44	1,46	1,48
$E(R_E)$	9,46%	9,55%	8,46%	8,72%	9,62%	10,10%

4.2 Stanovení hodnoty vlastního kapitálu společnosti

Odhad hodnoty vlastního kapitálu společnosti Severomoravská plynárenská, a. s. je proveden k 1. 1. 2009. K tomuto účelu byla využita metoda DCF-Equity a metoda kapitalizovaných zisků. V rámci metody kapitalizovaných zisků byla aplikována metoda paušální a analytická. Na základě těchto uvedených metod je stanovena hodnota vlastního kapitálu společnosti. Určení hodnoty vlastního kapitálu společnosti dle každé metody je provedeno s použitím dvou odlišných způsobů výpočtů nákladů vlastního kapitálu.

⁴www.damodaran.com

⁵www.damodaran.com

4.2.1 Výpočet hodnoty vlastního kapitálu společnosti aplikací metody DCF-Equity

Pro ocenění vlastního kapitálu společnosti byla zvolena dvoufázová metoda DCF-Equity, přičemž délka první fáze trvá 4 roky. Bezprostředně po ukončení průběhu první fáze následuje fáze druhá, která předpokládá fungování společnosti do nekonečna. Při výpočtu hodnoty vlastního kapitálu společnosti byl akceptován předpoklad konstantních finančních toků během druhé fáze.

Nejprve je nutné stanovit volné peněžní toky pro vlastníky, jenž jsou určeny na základě údajů převzatých z dlouhodobého finančního plánu společnosti a podle vzorce (2.19). Konkrétní přehled položek potřebných k výpočtu těchto finančních toků zobrazuje níže uvedená tabulka.

Tab. č. 4.8 Vymezení finančních toků FCFE (v tis. Kč)

Položka	2009	2010	2011	2012	2013
EAT	698 090	653 304	622 051	556 280	483 693
Odpisy	11 720	10 786	9 928	9 140	8 415
Změna ČPK	-38 121	-152 848	-67 773	-89 573	-397 545
Změna stavu úvěrů	0	0	0	0	0
Investice	736 532	806 650	690 597	647 062	883 128
FCFE	11 399	10 287	9 155	7 931	6 525

Při ocenění vlastního kapitálu společnosti na základě zvolené metody je nutné zjištěné volné peněžní toky plynoucí pro vlastníky diskontovat příslušnými náklady kapitálu. Nejprve byly využity náklady kapitálu stanovené pomocí stavebnicové metody, viz. tab. č. 4.9.

Tab. č. 4.9 Ocenění metodou DCF-Equity pomocí nákladů určených stavebnicovou metodou (v tis. Kč)

Položka	1. fáze				2. fáze
	2009	2010	2011	2012	2013
FCFE celkem	11 399	10 287	9 155	7 931	6 525
R_E	2,41%	1,31%	1,53%	12,33%	12,71%
Diskontovaný CF	11 130	9 915	8 692	6 703	
Hodnota 1. fáze	36 441				
Pokračující hodnota	51 337				
Hodnota 2. fáze	43 388				
Hodnota celkem	79 830				

Z výše uvedené tabulky vyplývá, že vlastní kapitál společnosti dle této metody s použitím nákladů stanovených stavebnicovou metodou je v první fázi ohodnocen na 36 441 tis. Kč. Ve druhé fázi, jejímž předpokladem je nekonečné fungování společnosti, byl vlastní kapitál stanoven ve výši 43 388 tis. Kč. Celkem tedy činí hodnota vlastního kapitálu společnosti Severomoravská plynárenská, a. s. 79 830 tis. Kč.

V tabulce č. 4.10 je obdobným způsobem stanovena hodnota vlastního kapitálu pomocí metody DCF-Equity, avšak s využitím nákladů kapitálu určených pomocí modelu CAPM.

Tab. č. 4.10 Ocenění metodou DCF-equity pomocí nákladů určených modelem CAPM (v tis. Kč)

Položka	1. fáze				2. fáze
	2009	2010	2011	2012	2013
FCFE celkem	11 399	10 287	9 155	7 931	6 525
R_E	9,55%	8,46%	8,72%	9,62%	10,10%
Diskontovaný CF	10 405	8 658	7 088	5 601	
Hodnota 1. fáze	31 752				
Pokračující hodnota	64 603				
Hodnota 2. fáze	45 623				
Hodnota celkem	77 376				

Hodnota vlastního kapitálu v rámci první fáze je s použitím nákladů určených modelem CAPM vyčíslena na 31 752 tis. Kč. Ve druhé fázi je vlastní kapitál společnosti ohodnocen na 45 623 tis. Kč. Celková hodnota vlastního kapitálu společnosti tak činí 77 376 tis. Kč.

4.2.2 Stanovení hodnoty vlastního kapitálu společnosti metodou kapitalizovaných zisků (paušální verze)

Tato metoda při ocenění vlastního kapitálu společnosti vychází z historických účetních dat. Podstatou určení hodnoty vlastního kapitálu společnosti touto metodou je stanovení trvale odnímatelného čistého zisku. K vyčíslení jeho hodnoty bylo nejprve nutné upravit výsledky hospodaření z minulých let o odpisy, finanční výnosy, tržby z prodeje dlouhodobého majetku a jeho zůstatkové ceny, a také o mimořádné výnosy a náklady. Cenový index řetězový

představuje hodnotu inflace, k níž je připočtena hodnota 100. Hodnoty cenového bazického indexu byly vztaženy k poslednímu roku minulého období, tedy roku 2008. Váhy k jednotlivým výsledkům hospodaření jsou přiděleny dle významnosti a posloupnosti v čase, tedy nejnovější data mají největší váhu, viz. tab. č. 4.11.

Tab. č. 4.11 Upravené minulé výsledky hospodaření (v tis. Kč)

Položky	2004	2005	2006	2007	2008
EAT	343 741	602 988	718 994	1 014 122	541 250
(+) Odpisy	392 264	340 093	335 498	49 795	26 261
(-) Finanční výnosy	20 811	10 827	8 541	25 204	18 476
(-) Tržby z prodeje DM	6 545	16 291	6 266	11 358	5 352
(+) ZC prodaného DM	0	16 064	2 405	13 806	25 212
(+) Mimořádné. ost. náklady	0	0	0	0	0
(-) Mimořádné výnosy	0	0	0	0	0
(+) Mimořádné náklady	0	0	0	0	0
Upravený VH před odpisy	708 649	932 027	1 042 090	1 041 161	568 895
Inflace	2,80%	1,90%	2,50%	2,80%	6,30%
Cenový index řetězový	1,028	1,019	1,025	1,028	1,063
Cenový index bazický	0,88	0,89	0,92	0,94	1
(UVH/bazický cenový index)	808 827	1 043 948	1 138 758	1 106 754	568 895
Váhy	1	2	3	4	5
UVH upravený o inflaci	808 827	2 087 895	3 416 275	4 427 017	2 844 475

Trvale odnímatelný zisk je pak vyčíslen jako podíl sumy vah násobených ziskem a sumy vah a jeho výše činí 905 633 tis. Kč. Hodnota tohoto zisku je pak snížena o odpisy posledního roku minulého období, tedy roku 2008 a také o příslušnou daň z příjmů, která činí 19 %. Po odečtení těchto dvou položek je hodnota trvale odnímatelného čistého zisku 712 291 tis. Kč.

Tabulka č. 4.12 zobrazuje porovnání hodnot vlastního kapitálu dosaženého na základě vydělení trvale odnímatelného výnosu příslušnými náklady vlastního kapitálu. V rámci výpočtu je předpokladem, že všechna aktiva společnosti jsou provozní.

Tab. č. 4.12 Ocenění metodou kapitalizovaných zisků (v tis. Kč)

Položka	INFA	CAPM
Náklady vlastního kapitálu	2,26%	9,46%
Provozní hodnota VK	31 517 301	7 532 988
Ocenění neprovozních A	0	0
Hodnota VK	31 517 301	7 532 988

4.2.3 Stanovení vlastního kapitálu společnosti metodou kapitalizovaných zisků (analytická verze)

Analytická metoda na rozdíl od metody paušální nevychází z historického vývoje. Výchozími daty pro stanovení hodnoty vlastního kapitálu společnosti touto metodou je čistý zisk přejatý z dlouhodobého finančního plánu. V rámci této metody byla podobně jako u metody DCF-Equity použita dvoufázová metoda, kdy hodnota čistého upraveného zisku je diskontována náklady vlastního kapitálu, jenž jsou stanoveny pomocí stavebnicové metody a modelu CAPM.

Tab. č. 4.13 Ocenění metodou kapitalizovaných zisků pomocí nákladů určených stavebnicovou metodou (v tis. Kč)

INFA	1. fáze				2. fáze
	2009	2010	2011	2012	2013
Predikovaný VH	698 090	653 304	622 051	556 280	483 693
R _E	2,41%	1,31%	1,53%	12,33%	12,71%
Diskontovaný VH	681 662	629 686	590 557	470 147	
Hodnota 1. fáze	2 372 052				
Pokračující hodnota	3 805 612				
Hodnota 2. fáze	3 216 358				
Hodnota VK	5 588 410				

Z tabulky č. 4. 13 je patrné, že pomocí této metody byla hodnota vlastního kapitálu společnosti v první fázi stanovena ve výši 2 372 052 tis. Kč. V rámci druhé fáze byl vlastní kapitál ohodnocen částkou 3 216 358 tis. Kč. Celková hodnota vlastního kapitálu společnosti je tedy stanovena ve výši 5 588 410 tis. Kč.

Stejným způsobem je vyčíslena hodnota vlastního kapitálu společnosti v tabulce č. 4.14, kde je však výsledek hospodaření diskontován nákladem kapitálu stanoveným modelem CAPM.

Tab. č. 4.14 Ocenění metodou kapitalizovaných zisků pomocí nákladů určených modelem CAMP (v tis. Kč)

CAPM	1. fáze				2. fáze
	2009	2010	2011	2012	2013
Predikovaný VH	698 090	653 304	622 051	556 280	483 693
R_E	9,55%	8,46%	8,72%	9,62%	10,10%
Diskontovaný VH	637 257	549 833	481 560	392 852	
Hodnota 1. fáze	2 061 502				
Pokračující hodnota	4 788 977				
Hodnota 2. fáze	3 382 038				
Hodnota VK	5 443 540				

S využitím nákladů vlastního kapitálu stanovených pomocí modelu CAPM je vlastní kapitál společnosti ohodnocen v rámci první fáze částkou 2 061 502 tis. Kč a ve druhé fázi činí jeho hodnota 3 382 038 tis. Kč. Celková hodnota vlastního kapitálu společnosti v tomto případě činí 5 443 540 tis. Kč.

4.2.4 Zhodnocení výsledků

Cílem ocenění bylo stanovení hodnoty vlastního kapitálu společnosti Severomoravská plynárenská, a. s. pomocí metody DCF-Equity a metody kapitalizovaných zisků variantou paušální tak i analytickou. Hodnota vlastního kapitálu stanovena na základě výše zmíněných metod je vyčíslena v tabulce č. 4.15.

Tab. č. 4.15 Přehled výsledků dle použitých metod (v tis. Kč)

Metoda		INFA	CAPM
DCF-Equity		79 830	77 376
Kapitalizované zisky	metoda paušální	31 517 301	7 532 988
	metoda analytická	5 588 410	5 443 540
Účetní hodnota vlastního kapitálu		4 640 321	

Pro potřeby stanovení hodnoty vlastního kapitálu společnosti Severomoravská plynárenská, a. s. byly náklady kapitálu vypočteny pomocí stavebnicové metody využívané Ministerstvem průmyslu a obchodu, jenž vychází z účetních dat společnosti a tržním modelem CAPM. Pro účely ocenění je vhodné brát v úvahu především hodnoty vlastního kapitálu, při jejichž vyčíslení byly využity náklady vlastního kapitálu stanovené modelem CAPM, jenž odráží tržní podmínky.

Nejprve byla hodnota vlastního kapitálu společnosti stanovena pomocí metody DCF-Equity. Tato hodnota vlastního kapitálu je považována za nejlepší odhad, neboť metoda DCF-Equity vychází z predikovaných údajů o finančních tocích. V rámci této metody byl zvolen dvoufázový přístup, jenž předpokládal délku trvání první fáze 4 roky a konstantní finanční toky ve fázi druhé.

Jako druhá byla využita pro určení hodnoty vlastního kapitálu společnosti metoda kapitalizovaných zisků v obou jejích verzích, tedy paušální a analytické. Pro obě tyto varianty jsou zásadní účetní data. Paušální varianta vychází z minulosti a podstatou je vyčíslení trvale odnímatelného čistého zisku. Z tohoto důvodu lze konstatovat, že se jedná o nejméně přesnou metodu pro stanovení hodnoty vlastního kapitálu společnosti. Opakem je varianta analytická, jejímž základem jsou budoucí zisky společnosti. V rámci této metody byl opět využit dvoufázový přístup, obdobně jako u metody DCF-Equity.

Z tabulky č. 4.15 je patrné, že účetní hodnotě vlastního kapitálu, která byla přejata z rozvahy k 31. 12. 2008 se nejvíce blíží hodnota stanovená pomocí metody kapitalizovaných zisků v rámci analytické verze.

5 Závěr

Cílem diplomové práce bylo stanovení hodnoty vlastního kapitálu společnosti Severomoravská plynárenská, a. s. k datu 1. 1. 2009. Jedná se o společnost, jejímž hlavním předmětem činnosti je nákup a prodej zemního plynu. Stanovení hodnoty vlastního kapitálu společnosti bylo provedeno pomocí vybraných výnosových metod, jimiž byla metoda diskontovaných peněžních toků DCF-Equity a metoda kapitalizovaných zisků v paušální i analytické verzi.

Práce byla členěna na tři základní části, přičemž v části první byla uvedena metodika oceňování včetně postupů, které je nutné učinit ještě před oceněním samotným. Závěr kapitoly byl věnován popisu jednotlivých metod oceňování.

Ve druhé části byla představena společnost Severomoravská plynárenská, a. s. Poté následovalo provedení strategické a finanční analýzy, na jejichž základě byl sestaven dlouhodobý finanční plán.

Náplní třetí části bylo stanovení hodnoty vlastního kapitálu společnosti prostřednictvím metody DCF-Equity a metody kapitalizovaných zisků jak v paušální tak analytické variantě. Samotnému stanovení hodnoty vlastního kapitálu předcházelo určení nákladů vlastního kapitálu pomocí stavebnicové metody a modelu CAPM.

Hodnota vlastního kapitálu společnosti na základě použitých nákladů vlastního kapitálu a vybraných výnosových metod se vzájemně lišila. Pro správné ocenění vlastního kapitálu společnosti je nutné brát v úvahu především hodnoty vlastního kapitálu, při jejichž vyčíslení byly použity náklady vlastního kapitálu stanovené modelem CAPM, v němž jsou reflektovány tržní podmínky. V rámci metod lze považovat za nejlepší hodnotu vlastního kapitálu získanou pomocí metody DCF-Equity vycházející z diskontovaných finančních toků. Hodnota vlastního kapitálu prostřednictvím této metody byla vyčíslena na 77 376 tis. Kč. U metody kapitalizovaných zisků byl vidět určitý rozdíl, který byl dán zvoleným postupem výpočtu u jednotlivých verzí. Základem paušální verze byla historická účetní data, což je důvodem považovat tuto metodu za nejméně přesnou. Hodnota vlastního kapitálu byla touto metodou stanovena na 7 532 988 tis. Kč. U analytické verze se vycházelo z hodnot budoucích zisků a hodnota vlastního kapitálu v rámci této metody byla stanovena ve výši 5 443 540 tis. Kč. Účetní hodnotě vlastního kapitálu, která byla přejata z rozvahy k 31. 12. 2008 se nejvíce blížila hodnota stanovená pomocí metody kapitalizovaných zisků v rámci analytické verze.

Seznam použité literatury

a) knižní publikace

- [1] DLUHOŠOVÁ, D. *Finanční řízení a rozhodování podniku*. 1.vyd. Praha: Ekopress, s.r.o.,2006. 194 s. ISBN 80-86119-58-0.
- [2] KISLINGEROVÁ, E. a kol. *Manažerské finance*. 1. vyd. Praha: C. H. Beck, 2004. 714 s. ISBN 80-7179-802-9.
- [3] KISLINGEROVÁ, E. *Oceňování podniku*. 2.vyd. Praha: C.H. Beck, 2002. 384 s. ISBN 80-7179-529-1.
- [4] KOLLER, T. *Valuation: Measuring and managing the value of companies*. 4th ed. New Jersey: Mc. Kinsey & Copany, 2005. 719 s. ISBN-10 0-471-70218.
- [5] KRABEC, T. *Oceňování podniku a standardy hodnoty*. 1. vyd. Praha: GRADA Publishing, a.s., 2009. 261 s. ISBN: 978-80-247-2865-0.
- [6] MAŘÍK, M. a kol. *Metody oceňování podniku*. 2. vyd. Praha: Ekopress, s.r.o., 2007. 492 s. ISBN 978-80-86929-32-3.
- [7] MEITNER, M. *The market approach to comparable company valuation*. New York: Physica-Verlag Heidelberg, 2006. 223 s. ISBN-10 3-7908-1722-8.
- [8] MLČOCH, J. *Oceňování podniku: ekonomické aspekty*. 1. vydání. Praha: LINDE Praha a.s. 1998. 159 s. ISBN 80-7201-145-6.
- [9] RŮČKOVÁ, P. *Finanční analýza metody, ukazatele, využití v praxi*, 1. vyd. Praha: GRADA Publishing, a.s., 2007. 120 s. ISBN 978-80-247-1386-1.
- [10] STRAKOŠOVÁ, D. *Bakalářská práce*. 1. vyd. Ostrava: VŠB-TUO, 2008. 46 s.

b) internetové zdroje

- [1] <http://www.cnb.cz>
- [2] <http://www.czso.cz>
- [3] <http://www.damodaran.com>
- [4] <http://www.eru.cz>
- [5] <http://www.finance.cz>
- [6] <http://www.mfcr.cz>
- [7] <http://www.mpo.cz>
- [8] <http://www.patria.cz>
- [9] <http://www.rwe.cz>

Seznam zkratek

A	aktiva
a. s.	akciová společnost
atd.	a tak dále
β	beta koeficient
β_E	koeficient citlivosti dodatečného výnosu portfolia
β_L	koeficient beta nezadluženého podniku
β_U	koeficient beta zadluženého podniku
BU	bankovní úvěry
CAPM	Capital Asset pricing model – model oceňování kapitálových aktiv
CZ	cizí zdroje
CP	cenný papír
č.	číslo
ČPK	čistý pracovní kapitál
ČR	Česká republika
d	sazba daně z příjmů
DCF	Discounted Cash flow - diskontované peněžní toky
DM	dlouhodobý majetek
EAT	čistý zisk
EBIT	zisk před úroky a daněmi
EBT	zisk před daněmi
$E(R_e)$	očekávaný výnos vlastního kapitálu
$E(R_M)$	očekávaný výnos tržního portfolia
FCF	volné finanční toky
FCFE	volné finanční toky pro vlastníky
FCFF	volné finanční toky pro vlastníky a věřitele
HV	hospodářský výsledek
i	úroková míra
IN	index důvěryhodnosti
INV	investice
ISIN	identifikační číslo
KBU	krátkodobé bankovní úvěry

KZ	krátkodobé závazky
MM II.	Miller Modiglianiho model
MPO	Ministerstvo průmyslu a obchodu
mil.	milión
mld.	miliarda
např.	například
O	obligace
OA	oběžná aktiva
obr.	obrázek
OZ	odnímatelný zisk
PH	pokračující hodnota
PP	peněžní prostředky
PSČ	poštovní směrovací číslo
R_1	náklady kapitálu v první fázi
R_2	náklady kapitálu ve druhé fázi
R_D	náklady dluhu
R_E	náklady vlastního kapitálu
R_E^U	náklady vlastního kapitálu nezadluženého podniku
R_F	bezriziková sazba
$R_{finstab}$	riziková přírážka za finanční stabilitu
R_{LA}	riziková přírážka za velikost podniku
$R_{podnikatelské}$	riziková přírážka charakterizující produkční sílu podniku
ROA	rentabilita aktiv
ROE	rentabilita vlastního kapitálu
RWE	Rheinisch-Westfälisches Elektrizitätswerk Aktiengesellschaft
SA	stálá aktiva
SAP	integrovaný modulární on-line systém pro zpracování podnikových procesů
SCP	středisko cenných papírů
SMP	Severomoravská plynárenská
SR	státní rozpočet
s. r. o.	společnost s ručením omezeným
tis.	tisíc
TOZ	trvale odnímatelný zisk
tzn.	to znamená

tzv.	tak zvaný
Ú	úroky
UZ	úplatné zdroje
UVH	upravený výsledek hospodaření
V_A	hodnota podniku
V_E	hodnota vlastního kapitálu
VK	vlastní kapitál
$WACC_U$	celkové náklady nezadluženého podniku
viz.	jmenovitě
XL	mezní hodnota likvidity
ZC	zůstatková cena
ZPL	závazky po lhůtě splatnosti

Prohlášení o využití výsledků diplomové práce

Prohlašuji, že

- jsem byl(a) seznámen(a) s tím, že na mou diplomovou práci se plně vztahuje zákon č. 121/2000 Sb. – autorský zákon, zejména § 35 – užití díla v rámci občanských a náboženských obřadů, v rámci školních představení a užití díla školního a § 60 – školní dílo;
- beru na vědomí, že Vysoká škola báňská – Technická univerzita Ostrava (dále jen VŠB-TUO) má právo nevýdělečně, ke své vnitřní potřebě, diplomovou práci užít (§ 35 odst. 3);
- souhlasím s tím, že diplomová práce bude v elektronické podobě archivována v Ústřední knihovně VŠB-TUO a jeden výtisk bude uložen u vedoucího diplomové práce. Souhlasím s tím, že bibliografické údaje o diplomové práci budou zveřejněny v informačním systému VŠB-TUO;
- bylo sjednáno, že s VŠB-TUO, v případě zájmu z její strany, uzavřu licenční smlouvu s oprávněním užít dílo v rozsahu § 12 odst. 4 autorského zákona;
- bylo sjednáno, že užít své dílo, diplomovou práci, nebo poskytnout licenci k jejímu využití mohu jen se souhlasem VŠB-TUO, která je oprávněna v takovém případě ode mne požadovat přiměřený příspěvek na úhradu nákladů, které byly VŠB-TUO na vytvoření díla vynaloženy (až do jejich skutečné výše).

V Ostravě dne

.....
jméno a příjmení studenta

Adresa trvalého pobytu studenta:

.....

Seznam příloh

- Příloha č. 1 Rozvaha společnosti SMP, a. s. za rok 2004 - 2008 v tis. Kč
- Příloha č. 2 Výkaz zisku a ztráty společnosti SMP, a. s. za rok 2004 - 2008 v tis. Kč
- Příloha č. 3 Horizontální analýza rozvahy společnosti SMP, a. s.
- Příloha č. 4 Horizontální analýza výkazu zisku a ztráty společnosti SMP, a. s.
- Příloha č. 5 Vertikální analýza rozvahy společnosti SMP, a. s.
- Příloha č. 6 Vertikální analýza výkazu zisku a ztráty společnosti SMP, a. s.
- Příloha č. 7 Plánovaná rozvaha společnosti SMP, a.s. na rok 2009 - 2013 v tis. Kč
- Příloha č. 8 Plánovaný výkaz zisku a ztráty společnosti SMP, a. s. na rok 2009 - 2013
v tis. Kč

Rozvaha společnosti SMP, a. s. za rok 2004 – 2008 v tis. Kč

Položka	2004	2005	2006	2007	2008
Dlouhodobá aktiva	5 342 346	5 247 024	5 650 410	4 457 522	4 380 861
Pozemky, budovy a zařízení	5 323 239	5 234 629	5 640 102	509 763	126 222
Investice do nemovitostí	0	0	0	0	297 043
Nehmotná aktiva	14 954	11 395	9 308	977	517
Investice v dceřiné společnosti	0	0	500	3 946 282	3 946 282
Ostatní dlouhodobá aktiva	4 153	1 000	500	500	500
Odložená daňová pohledávka	0	0	0	0	10 297
Krátkodobá aktiva	684 755	1 004 276	700 167	1 612 863	1 094 498
Zásoby	6 115	3 322	7 534	0	0
Obchodní a jiné pohledávky	138 553	106 776	212 056	1 092 732	843 104
Deriváty	0	0	0	0	961
Nevyfakturované pohledávky	0	345 065	0	0	0
Ostatní daňové pohledávky	25 392	129 383	40 033	81 753	141 117
Peníze a peněžní ekvivalenty	514 695	403 666	438 094	347 545	84 104
Dlouhodobá aktiva držená k prodeji	0	16 064	2 450	90 833	25 212
Aktiva celkem	6 027 101	6 251 300	6 350 577	6 070 385	5 475 359
Vlastní kapitál	4 303 748	4 581 788	4 730 383	5 061 495	4 640 321
Základní kapitál	2 069 728	2 069 728	2 069 728	2 069 728	2 069 728
Nerozdělený zisk a fondy ze zisku	2 234 020	2 512 060	2 660 655	2 991 767	2 570 593
Dlouhodobé závazky a rezervy	511 302	421 041	509 236	4 121	54 895
Rezervy	149 736	3 168	909	1 048	196
Deriváty	0	0	0	0	54 699
Ostatní dlouhodobé závazky	119 764	97 468	103 063	0	0
Odložený daňový závazek	241 802	320 405	405 264	3 073	0
Krátkodobé závazky a rezervy	1 212 051	1 248 471	1 110 958	1 004 769	780 143
Rezervy	22 820	120 550	11 447	7 068	404
Závazky z obch. styku a jiné závazky	782 734	988 900	621 330	843 739	382 796
Deriváty	0	0	0	0	60 158
Přijaté zálohy	299 678	0	397 327	129 138	271 420
Splatná daň z příjmů	13 990	91 639	48 854	2 517	0
Ostatní daňové závazky	6 552	5 943	3 086	3 888	14 192
Ostatní finanční závazky	86 277	41 439	28 914	0	51 173
Závazky vyř. skup. držené k prodeji	0	0	0	18 419	0
Vlastní kapitál a závazky celkem	6 027 101	6 251 300	6 350 577	6 070 385	5 475 359

Výkaz zisku a ztráty společnosti SMP, a. s. za rok 2004 – 2008 v tis. Kč

Položka	2004	2005	2006	2007	2008
Tržby	9 874 181	11 896 697	14 081 180	12 508 633	12 954 659
Nakoupený plyn	8 398 236	10 065 719	12 206 426	11 233 492	12 605 376
Ostatní provozní výnosy	77 840	40 728	51 773	874 313	668 554
Osobní náklady	370 626	327 875	313 634	286 300	22 644
Odpisy	392 264	340 093	335 498	49 795	26 261
Ostatní provozní náklady	323 334	375 848	320 009	770 199	449 889
Provozní zisk	467 561	827 890	957 386	1 043 160	519 043
Finanční výnosy	20 811	10 827	8 541	25 204	18 476
Finanční náklady	14 148	13 289	15 100	2	1 870
Čisté finanční náklady	6 663	2 462	-6 559	25 202	16 606
Zisk před zdaněním	474 224	825 428	950 827	1 068 362	535 649
Daň z příjmů	130 483	222 440	231 833	54 240	5 601
Čistý zisk	343 741	602 988	718 994	1 014 122	541 250

Horizontální analýza rozvahy společnosti SMP, a. s.

Položka	2004-2005		2005-2006		2006-2007		2007-2008	
	absolutně	relativně	absolutně	relativně	absolutně	relativně	absolutně	relativně
Dlouhodobá aktiva	-95 322	-1,78%	403 386	7,69%	-1 192 888	-21,11%	-76 661	-1,72%
Pozemky, budovy a zařízení	-88 610	-1,66%	405 473	7,75%	-5 130 339	-90,96%	-383 541	-75,24%
Investice do nemovitostí	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	297 043	x
Nehmotná aktiva	-3 559	-23,80%	-2 087	-18,32%	-8 331	-89,50%	-460	-47,08%
Investice v dceřiné společnosti	0	0,00%	500	x	3 945 782	789156 %	0	0,00%
Ostatní dlouhodobá aktiva	-3 153	-75,92%	-500	-50,00%	0	0,00%	0	0,00%
Odložená daňová pohledávka	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	10 297	x
Krátkodobá aktiva	319 521	46,66%	-304 109	-30,28%	912 696	130,35%	-518 365	-32,14%
Zásoby	-2 793	-45,67%	4 212	126,79%	-7 534	-100,00%	0	0,00%
Obchodní a jiné pohledávky	-31 777	-22,93%	105 280	98,60%	880 676	415,30%	-249 628	-22,84%
Deriváty	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	961	x
Nevyfakturované pohledávky	345 065	x	-345 065	-100,00%	0	0,00%	0	0,00%
Ostatní daňové pohledávky	103 991	409,54%	-89 350	-69,06%	41 720	104,21%	59 364	72,61%
Peníze a peněžní ekvivalenty	-111 029	-21,57%	34 428	8,53%	-90 549	-20,67%	-263 441	-75,80%
Dlouhodobá aktiva držená k prodeji	16 064	x	-13 614	-84,75%	88 383	3607,47%	-65 621	-72,24%
Aktiva celkem	224 199	3,72%	99 277	1,59%	-280 192	-4,41%	-595 026	-9,80%

Položka	2004-2005		2005-2006		2006-2007		2007-2008	
	absolutně	relativně	absolutně	relativně	absolutně	relativně	absolutně	relativně
Vlastní kapitál	278 040	6,46%	148 595	3,24%	331 112	7,00%	-421 174	-8,32%
Základní kapitál	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
Nerozdělený zisk a fondy ze zisku	278 040	12,45%	148 595	5,92%	331 112	12,44%	-421 174	-14,08%
Dlouhodobé závazky a rezervy	-90 261	-17,65%	88 195	20,95%	-505 115	-99,19%	50 774	1232,08%
Rezervy	-146 568	-97,88%	-2 259	-71,31%	139	15,29%	-852	-81,30%
Deriváty	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	54 699	x
Ostatní dlouhodobé závazky	-22 296	-18,62%	5 595	5,74%	-103 063	-100,00%	0	0,00%
Odložený daňový závazek	78 603	32,51%	84 859	26,48%	-402 191	-99,24%	-3 073	-100,00%
Krátkodobé závazky a rezervy	36 420	3,00%	-137 513	-11,01%	-106 189	-9,56%	-224 626	-22,36%
Rezervy	97 730	428,26%	-109 103	-90,50%	-4 379	-38,25%	-6 664	-94,28%
Závazky z obch. styku a jiné závazky	206 166	26,34%	-367 570	-37,17%	222 409	35,80%	-460 943	-54,63%
Deriváty	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	60 158	x
Přijaté zálohy	-299 678	-100,00%	397 327	x	-268 189	-67,50%	142 282	110,18%
Splatná daň z příjmů	77 649	555,03%	-42 785	-46,69%	-46 337	-94,85%	-2 517	-100,00%
Ostatní daňové závazky	-609	-9,29%	-2 857	-48,07%	802	25,99%	10 304	265,02%
Ostatní finanční závazky	-44 838	-51,97%	-12 525	-30,23%	-28 914	-100,00%	51 173	x
Závazky vyř. skup. držené k prodeji	0	0,00%	0	0,00%	18 419	x	-18 419	-100,00%
Vlastní kapitál a závazky celkem	224 199	3,72%	99 277	1,59%	-280 192	-4,41%	-595 026	-9,80%

Horizontální analýza výkazu zisku a ztráty společnosti SMP, a. s.

Položka	2004-2005		2005-2006		2006-2007		2007-2008	
	absolutně	relativně	absolutně	relativně	absolutně	relativně	absolutně	relativně
Tržby	2 022 516	20,48%	2 184 483	18,36%	-1 572 547	-11,17%	446 026	3,57%
Nakoupený plyn	1 667 483	19,86%	2 140 707	21,27%	-972 934	-7,97%	1 371 884	12,21%
Ostatní provozní výnosy	-37 112	-47,68%	11 045	27,12%	822 540	1588,74%	-205 759	-23,53%
Osobní náklady	-42 751	-11,53%	-14 241	-4,34%	-27 334	-8,72%	-263 656	-92,09%
Odpisy	-52 171	-13,30%	-4 595	-1,35%	-285 703	-85,16%	-23 534	-47,26%
Ostatní provozní náklady	52 514	16,24%	-55 839	-14,86%	450 190	140,68%	-320 310	-41,59%
Provozní zisk	360 329	77,07%	129 496	15,64%	85 774	8,96%	-524 117	-50,24%
Finanční výnosy	-859	-6,07%	-4 748	-35,73%	16 663	195,09%	-6 728	-26,69%
Finanční náklady	-9 984	-47,97%	4 273	39,47%	-15 102	-100,01%	1 872	-93600%
Čisté finanční náklady	-9 125	-136,95%	-4 097	166,41%	31 761	-484,24%	-41 808	-165,89%
Zisk před zdaněním	351 204	74,06%	125 399	15,19%	117 535	12,36%	-532 713	-49,86%
Daň z příjmů	91 957	70,47%	9 393	4,22%	-177 593	-76,60%	-48 639	-89,67%
Čistý zisk	259 247	75,42%	116 006	19,24%	295 128	41,05%	-472 872	-46,63%

Vertikální analýza rozvahy společnosti SMP, a. s.

Položka	2004	2005	2006	2007	2008
Dlouhodobá aktiva	88,64%	83,93%	88,97%	73,43%	80,01%
Pozemky, budovy a zařízení	88,32%	83,74%	88,81%	8,40%	2,31%
Investice do nemovitostí	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	5,43%
Nehmotná aktiva	0,25%	0,18%	0,15%	0,02%	0,01%
Investice v dceřiné společnosti	0,00%	0,00%	0,01%	65,01%	72,07%
Ostatní dlouhodobá aktiva	0,07%	0,02%	0,01%	0,01%	0,01%
Odložená daňová pohledávka	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,19%
Krátkodobá aktiva	11,36%	16,07%	11,03%	26,57%	19,99%
Zásoby	0,10%	0,05%	0,12%	0,00%	0,00%
Obchodní a jiné pohledávky	2,30%	1,71%	3,34%	18,00%	15,40%
Deriváty	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,02%
Nevyfakturované pohledávky	0,00%	5,52%	0,00%	0,00%	0,00%
Ostatní daňové pohledávky	0,42%	2,07%	0,63%	1,35%	2,58%
Peníze a peněžní ekvivalenty	8,54%	6,46%	6,90%	5,73%	1,54%
Dlouhodobá aktiva držená k prodeji	0,00%	0,26%	0,04%	1,50%	0,46%
Aktiva celkem	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
Vlastní kapitál	71,41%	73,29%	74,49%	83,38%	84,75%
Základní kapitál	34,34%	33,11%	32,59%	34,10%	37,80%
Nerozdělený zisk a fondy ze zisku	37,07%	40,18%	41,90%	49,28%	46,95%
Dlouhodobé závazky a rezervy	8,48%	6,74%	8,02%	0,07%	1,00%
Rezervy	2,48%	0,05%	0,01%	0,02%	0,00%
Deriváty	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	1,00%
Ostatní dlouhodobé závazky	1,99%	1,56%	1,62%	0,00%	0,00%
Odložený daňový závazek	4,01%	5,13%	6,38%	0,05%	0,00%
Krátkodobé závazky a rezervy	20,11%	19,97%	17,49%	16,55%	14,25%
Rezervy	0,38%	1,93%	0,18%	0,12%	0,01%
Závazky z obch. styku a jiné závazky	12,99%	15,82%	9,78%	13,90%	6,99%
Deriváty	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	1,10%
Přijaté zálohy	4,97%	0,00%	6,26%	2,13%	4,96%
Splatná daň z příjmů	0,23%	1,47%	0,77%	0,04%	0,00%
Ostatní daňové závazky	0,11%	0,10%	0,05%	0,06%	0,26%
Ostatní finanční závazky	1,43%	0,66%	0,46%	0,00%	0,93%
Závazky vyř. skup. držené k prodeji	0,00%	0,00%	0,00%	0,30%	0,00%
Vlastní kapitál a závazky celkem	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%

Vertikální analýza výkazu zisku a ztráty společnosti SMP, a. s.

Položka	2004	2005	2006	2007	2008
Tržby	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
Nakoupený plyn	85,05%	84,61%	86,69%	89,81%	97,30%
Ostatní provozní výnosy	0,79%	0,34%	0,37%	6,99%	5,16%
Osobní náklady	3,75%	2,76%	2,23%	2,29%	0,17%
Odpisy	3,97%	2,86%	2,38%	0,40%	0,20%
Ostatní provozní náklady	3,27%	3,16%	2,27%	6,16%	3,47%
Provozní zisk	4,74%	6,96%	6,80%	8,34%	4,01%
Finanční výnosy	0,14%	0,11%	0,06%	0,20%	0,14%
Finanční náklady	0,21%	0,09%	0,11%	0,00%	0,01%
Čisté finanční náklady	0,07%	-0,02%	-0,05%	0,20%	-0,13%
Zisk před zdaněním	4,80%	6,94%	6,75%	8,54%	4,13%
Daň z příjmů	1,32%	1,87%	1,65%	0,43%	0,04%
Čistý zisk	3,48%	5,07%	5,11%	8,11%	4,18%

Plánovaná rozvaha SMP, a. s. na rok 2009 - 2013 v tis. Kč

Položka	2009	2010	2011	2012	2013
Stálá aktiva	5 117 393	5 924 043	6 614 640	7 261 702	8 144 830
Dlouhodobý hmotný majetek	116 124	106 834	98 288	90 425	83 191
Dlouhodobý nehmotný majetek	512	507	522	538	554
Dlouhodobý finanční majetek	5 000 757	5 816 702	6 515 831	7 170 740	8 061 086
Odložená daňová pohledávka	0	0	0	0	0
Oběžná aktiva	1 106 628	1 082 777	1 185 713	1 298 686	1 143 954
Zásoby	0	0	0	0	0
Obchodní a jiné pohledávky	699 776	580 814	482 076	491 717	501 552
Deriváty	0	0	0	0	0
Nevyfakturované pohledávky	0	0	0	0	0
Ostatní daňové pohledávky	124 183	109 281	96 167	103 861	112 170
Peníze a peněžní ekvivalenty	282 669	392 682	607 470	703 108	530 233
Dlouhodobá aktiva držená k prodeji	0	0	0	0	0
Aktiva celkem	6 224 021	7 006 820	7 800 354	8 560 388	9 288 785
Vlastní kapitál	5 338 411	5 991 715	6 613 767	7 170 047	7 653 740
Základní kapitál	2 069 728	2 069 728	2 069 728	2 069 728	2 069 728
Rezervní fond	436 651	506 460	571 790	633 996	689 624
Ostatní kapitálové fondy	589 259	763 781	927 107	1 082 620	1 221 690
Hospodářský výsledek min. let	1 544 684	1 998 442	2 423 090	2 827 423	3 189 005
Hospodářský výsledek běž. období	698 090	653 304	622 051	556 280	483 693
Dlouhodobé závazky a rezervy	54 973	55 083	55 237	55 452	55 753
Rezervy	274	384	538	753	1 054
Deriváty	54 699	54 699	54 699	54 699	54 699
Ostatní dlouhodobé závazky	0	0	0	0	0
Odložený daňový závazek	0	0	0	0	0
Krátkodobé závazky a rezervy	830 637	960 021	1 131 351	1 334 890	1 579 292
Rezervy	646	1 034	1 655	2 648	4 236
Závazky z obch. styku a jiné závazky	428 732	480 179	537 801	602 337	674 617
Deriváty	0	0	0	0	0
Přijaté zálohy	317 561	371 547	453 287	553 010	674 673
Splatná daň z příjmů	0	0	0	0	0
Ostatní daňové závazky	17 172	20 779	26 181	32 988	41 565
Ostatní finanční závazky	66 525	86 482	112 427	143 907	184 201
Závazky vyř. skup. držené k prodeji	0	0	0	0	0
Vlastní kapitál a závazky celkem	6 224 021	7 006 820	7 800 354	8 560 388	9 288 785

Plánovaný výkaz zisku a ztráty SMP, a. s. na rok 2009 - 2013 v tis. Kč

Položka	2009	2010	2011	2012	2013
Tržby	13 110 115	13 267 436	13 426 646	13 587 765	13 750 818
Nakoupený plyn	12 323 508	12 471 390	12 621 047	12 772 499	12 925 769
Ostatní provozní výnosy	534 843	427 875	342 300	273 840	219 072
Osobní náklady	22 191	21 747	22 400	23 072	23 764
Odpisy	11 720	10 786	9 928	9 140	8 415
Čerpání rezerv	921	1 418	2 193	3 401	5 290
Ostatní provozní náklady	427 395	406 025	385 724	416 581	449 908
Provozní zisk	861 066	786 781	732 039	643 713	567 325
Finanční výnosy	21 424	29 761	46 040	53 289	40 187
Finanční náklady	9 876	9 995	10 115	10 236	10 359
Čisté finanční náklady	11 547	19 767	35 925	43 053	29 827
Zisk před zdaněním	872 613	806 548	767 965	686 766	597 152
Daň z příjmů	174 523	153 244	145 913	130 485	113 459
Čistý zisk	698 090	653 304	622 051	556 280	483 693